

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1070101

Autofinancement, information et connaissance

Self-financing, information and knowledge

Gérard CHARREAUX

Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne

Janvier 2007

Résumé : L'objectif de cette note est d'analyser les limites de la notion d'autofinancement dans la théorie financière traditionnelle fondée sur la notion d'asymétrie d'information et d'explorer comment l'adoption d'une perspective cognitive permet d'identifier de nouvelles pistes pour mieux comprendre les déterminants de l'autofinancement

Mots clés : autofinancement, information, connaissance

JEL Classification : G32

Aux États-Unis, selon Fama et French (1999), la couverture de l'investissement par le capital, sur la période 1951-1996, ne dépassait pas les 8%, alors que l'autofinancement représentait près de 70%. Des chiffres similaires se retrouvent dans la plupart des pays développés. En outre, si on juge l'autofinancement comparativement à la politique de distribution de dividendes, ce qui n'est que partiellement fondé, les travaux de Fama et French (2001) révèlent qu'aux États-Unis la proportion de firmes cotées qui distribuent des dividendes en liquide est tombée de 66,5% en 1978 à 20,8% en 2001, ce qui signifierait un renforcement du rôle de l'autofinancement. Or, paradoxalement, la recherche financière, si elle a accordé beaucoup d'importance au financement par fonds propres externes et à l'endettement, a peu traité de l'autofinancement sauf, de façon indirecte et partielle, à travers la politique de dividendes.

Cette négligence s'explique facilement en raison du paradigme financier dominant, fondé sur l'asymétrie d'information, la notion d'information retenue étant très restrictive. Une autre définition de l'information telle que celle proposée notamment par Robert Reix permettrait vraisemblablement de proposer une théorie expliquant mieux le rôle réel de l'autofinancement.

Robert Reix, dans son ouvrage « Systèmes d'information et management des organisations » (1995, p. 4) écrivait « Informer, c'est fournir des représentations pour résoudre des problèmes ; ces représentations doivent être adaptées au contexte d'utilisation ». Plus loin (p. 16), il ajoutait « nous considérerons que l'information est ce qui nous apporte une connaissance, qui modifie notre vision du monde, qui réduit notre incertitude [...] » et que la notion d'information dépend de la personne du destinataire, à travers son modèle interprétatif.

Cette conception de l'information diffère de celle qui est retenue par la théorie économique néo-classique et par la théorie financière orthodoxe et dont la définition donnée

par Fransman (1998, p. 148) rend compte : « L'information peut être définie comme l'ensemble de données se rapportant aux états du monde et aux conséquences contingentes à ces états qui découlent des événements du monde résultant de causes naturelles ou sociales ». Selon cette conception, l'information représente un ensemble fermé de possibilités potentiellement connaissables, mais qui ne sont pas nécessairement connues de tous les acteurs. L'éventuelle existence d'une asymétrie d'information résulte alors de la possibilité d'obtenir l'information, et non de la diversité des modèles interprétatifs (ou cognitifs) lesquels sont supposés identiques pour tous les individus conformément aux hypothèses usuelles de rationalité posées par la théorie financière. Par opposition à cette notion d'information, toujours selon Fransman, la notion de « connaissance » représente un ensemble ouvert, subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus et contingent à leurs modèles cognitifs. Autrement dit, un élément de connaissance est une information « interprétée » au moyen d'un modèle cognitif. Ainsi, la notion d'information, telle que la définit Reix, correspond à celle de connaissance chez Fransman.

Au-delà des différences de vocabulaire qui ne sont qu'affaire de convention, le passage de la notion d'information à celle de connaissance ou l'introduction d'une information contingente au modèle interprétatif pourrait conduire à la mise en place d'un nouveau paradigme permettant de mieux comprendre la politique de financement des entreprises, notamment la place prééminente de l'autofinancement. Pour éviter toute confusion par la suite nous utiliserons le terme d'information par opposition à celui de connaissance (l'information contingente au modèle interprétatif).

Pour présenter les conséquences potentielles du passage de la notion d'information à celle de connaissance dans la compréhension de la place de l'autofinancement, nous procéderons, dans un premier temps, à un rappel du statut de l'autofinancement dans la théorie financière traditionnelle. Dans un second temps, nous montrerons comment la

substitution de la notion de connaissance à celle d'information peut conduire à une meilleure explication de l'autofinancement.

1. Le statut de l'autofinancement dans la théorie financière standard

Pour présenter ce statut, nous allons préalablement revenir sur le traitement théorique de l'autofinancement dans les principaux modèles financiers, avant d'insister sur les limites de ce traitement.

1.1. La place de l'autofinancement dans les principaux modèles financiers

Rappelons que dans les travaux de Modigliani et Miller (1958) et Miller et Modigliani (1961), sous l'hypothèse d'absence de fiscalité, tant la structure de financement que la politique de dividendes n'a aucune influence sur la valeur de marché de la firme. L'autofinancement ne peut donc se comprendre, dans un cadre explicatif fondé sur l'efficience, que si on lève certaines des hypothèses qui sous-tendent ces modèles, notamment l'hypothèse de libre disponibilité de l'information.

L'introduction de l'asymétrie de l'information dans la théorie financière permet de proposer des modèles possédant un meilleur pouvoir explicatif des politiques de financement des entreprises et, en particulier, de l'autofinancement, même si ce dernier n'est pas toujours traité de façon très explicite.

Les deux modèles financiers, fondés sur l'asymétrie de l'information, qui accordent une place relativement explicite à l'autofinancement sont, historiquement, ceux de Myers et Majluf (1984) et de Jensen (1986).

Le modèle de Myers et Majluf se situe dans le courant de la théorie du signal. Appliqué à la finance, ce courant propose une explication de la politique financière comme moyen de transmettre l'information aux investisseurs qui ne la détiennent pas. Par exemple, la

politique de dividendes s'expliquera comme moyen de transmettre une information sur les opportunités de croissance de l'entreprise, ce qui conduira à une meilleure évaluation et à une hausse du cours ; on en déduit, a contrario, qu'une politique de rétention privilégiant l'autofinancement constitue un signal défavorable. Myers et Majluf proposent, quant à eux, une théorie complète de la politique de financement fondée sur cet argument, aboutissant à la théorie hiérarchique du financement. La hiérarchie est établie par rapport à l'exposition aux conséquences potentielles néfastes des différentes sources de financement, vues du point de vue des actionnaires en place, les dirigeants étant supposés prendre des décisions financières conformes aux intérêts de ces actionnaires. Ainsi, il apparaît que les conséquences de l'asymétrie d'information sont les plus négatives si le financement se fait par augmentation de capital auprès de nouveaux actionnaires. Le recours à la dette permet de réduire les conséquences négatives de l'asymétrie puisque la rémunération est fixée contractuellement et, enfin, le financement le plus adapté, car échappant à l'asymétrie, est l'autofinancement, celui-ci étant appréhendé en termes de stock de liquidités issu des excédents accumulés de fonds propres internes.

L'autre modèle, proposé par Jensen, est à la base de sa célèbre théorie du Free Cash Flow. A l'inverse du modèle précédent, il donne une vision négative de l'autofinancement. Le cadre théorique mobilisé est celui de la théorie de l'agence. Les dirigeants dont les intérêts divergent des actionnaires utilisent l'asymétrie d'information qui joue en leur faveur de façon stratégique. Le Free Cash Flow constitue l'excédent de fonds (issus de l'autofinancement) comparativement au montant des opportunités d'investissement jugées rentables (à valeur actuelle nette positive) pour les actionnaires. De façon à éviter le gaspillage, il faut que les actionnaires obligent les dirigeants à mettre en oeuvre une politique financière – par exemple, en recourant intensivement à l'endettement – réduisant cet excédent de capitaux.

Trois remarques résultent de l'analyse de ces modèles. La première a trait à la perception de l'autofinancement, la seconde à sa mesure et la troisième, au caractère faiblement prédictif de ces modèles.

Concernant le premier point, selon le modèle mobilisé, l'autofinancement est vu soit positivement, soit négativement. Il est vu positivement quand il permet de pallier les effets négatifs de l'asymétrie d'information en évitant de faire appel à de nouveaux actionnaires, négativement, lorsqu'il accroît la latitude des dirigeants. Le plus souvent, cependant, c'est cette dernière conclusion qui l'emporte, compte tenu de la place centrale de la théorie de l'agence. L'autofinancement en permettant aux dirigeants de se soustraire à la discipline du marché est frappé de suspicion. Quant à la mesure de l'autofinancement, dans les deux modèles, l'autofinancement est vu comme le stock de liquidités accumulées associées aux fonds propres d'origine interne. Précisons, cependant, que dans d'autres approches, il est également vu en termes de flux, mais de façon restrictive, comme la partie du résultat mis en réserves. Enfin, le pouvoir explicatif des modèles vis-à-vis de l'autofinancement reste très grossier. Dans le premier modèle, la prédiction se limite à énoncer qu'en présence d'opportunités de croissance, le financement interne doit intervenir prioritairement. Dans le modèle du Free Cash Flow, la présence d'un Free Cash Flow doit se traduire par un recours privilégié à l'endettement.

1.2. Les limites de la représentation de l'autofinancement dans la théorie financière

Deux principales catégories de limites sont attachées à la représentation traditionnelle de l'autofinancement. La première reste inscrite dans le cadre de la perspective contractuelle de la firme qui sous-tend la théorie financière. La seconde catégorie porte au contraire sur la perspective contractuelle elle-même.

1.2.1. Les limites inscrites à l'intérieur de la vision contractuelle de la firme

Cette catégorie de limites résulte d'une analyse insuffisamment approfondie des dimensions disciplinaires de l'autofinancement.

L'étroitesse de la vision habituelle de l'autofinancement est probablement due, en premier lieu, à sa mesure, soit comme résidu après distribution du dividende (optique de flux), soit comme fonds de liquidités résultant de l'accumulation des flux internes passés (optique de stock), disponible pour le dirigeant pour financer les investissements à un moment donné. Cette mesure ne rend pas compte du processus décisionnel qui conduit à l'émergence des fonds propres internes. Contrairement au financement par augmentation de capital ou par dette, la disponibilité des fonds ne résulte pas d'une décision ponctuelle. L'autofinancement se constitue de façon continue après rémunération des différents partenaires (en supposant une vision large selon laquelle ils reçoivent également une partie de la rente organisationnelle). Son niveau résulte principalement des arbitrages que font les dirigeants entre la latitude financière (composante de la latitude managériale) dont ils souhaitent disposer et le partage immédiat de la rente, l'arbitrage concernant la politique de dividendes n'étant qu'un aspect particulier n'intervenant qu'après fixation du montant du bénéfice distribuable. C'est pourquoi Charreaux et Desbrières (1998) le considèrent comme du slack managérial, une composante de la rente dont l'appropriation est différée et dont le rôle, notamment, est d'apporter de l'autonomie et de la flexibilité, tant dans la gestion courante que dans le financement des investissements.

En second lieu, on peut prétendre que l'autofinancement a une dimension autodisciplinaire, de contrainte dynamique, ignorée de la théorie financière traditionnelle. L'autofinancement résultant de la rentabilité des investissements passés, un dirigeant qui cherche à bénéficier de la latitude décisionnelle maximale a tout intérêt à accroître la rente organisationnelle, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, est conforme à l'intérêt des

partenaires financiers. Une chute de la rentabilité en conduisant à une réduction de l'autofinancement entraînera, plus ou moins rapidement, le dirigeant à se soumettre à la discipline financière externe. D'une certaine façon, à chaque opération autofinancée, le dirigeant remet en jeu, au-delà de sa réputation et de sa valeur sur le marché des dirigeants, sa latitude décisionnelle.

Enfin, et en troisième lieu, si on retient une vision contractuelle élargie de type partenarial, on peut aussi justifier positivement le rôle de l'autofinancement en prétendant que la latitude qu'il procure permet au dirigeant de mieux développer et valoriser son capital humain, en mettant en œuvre un enracinement positif qui profite également aux actionnaires et aux autres parties prenantes. Tout au moins, c'est l'argument initialement avancé par Castanias et Helfat (1991). Cet argument, cependant, reste muet sur l'incidence de l'autofinancement sur le processus de création de valeur au-delà des motifs liés à la liberté d'action et à la valorisation du capital managérial.

1.2.2. Les critiques associées à la représentation contractuelle de la firme

Les critiques traditionnelles portées à l'autofinancement, qui s'appuient sur le gaspillage des fonds, semblent indissociables de la représentation traditionnelle de l'investissement comme choix au sein d'un ensemble donné d'opportunités. Cette représentation apparaît consubstantielle à la vision contractuelle de la firme fondée sur l'hypothèse d'asymétrie d'information. Par exemple, la théorie du Free Cash Flow suppose que les dirigeants ont à leur disposition un ensemble d'opportunités d'investissements dont les caractéristiques en termes de rentabilité et de risque sont connues, ce qui permet d'en calculer la valeur. Les dirigeants choisissent alors sciemment de faire des investissements destructeurs de valeur plutôt que de rendre les fonds aux investisseurs financiers. Si on rejette cette conception de l'investissement qui suppose que les firmes choisissent les opportunités

d'investissement selon l'analogie du menu au sein d'un environnement donné au profit de celle adoptée par les théories cognitives de la firme (théories de la stratégie, théorie évolutionniste...) selon laquelle les opportunités d'investissement sont créées et que l'environnement lui-même est construit, cette théorie n'a plus de fondement. Or, les travaux en théorie des organisations (Desreumaux et Romelaer, 2001) ont montré que le modèle néoclassique de représentation du choix des investissements, qui se résume au processus de sélection au sein d'un menu rendait mal compte de la réalité.

Comme l'ont mis notamment en évidence Bower (1970) et Burgelman (1983), le processus d'investissement se déroule fréquemment en quatre étapes dans les grandes entreprises: (1) le processus de définition des projets qui relève souvent des cadres proches du terrain ; (2) le processus d'impulsion qui a un rôle de filtre en relayant, via les cadres intermédiaires, les initiatives nées lors de la phase précédente ; (3) la fixation du contexte structurel par le sommet hiérarchique, c'est-à-dire de l'ensemble des règles qui encadrent les décisions des cadres des niveaux intermédiaires et inférieurs et (4) la détermination du contexte stratégique, processus politique par lequel les cadres intermédiaires cherchent à faire évoluer la vision stratégique. Le rôle des différents niveaux d'encadrement, la complexité et la durée d'un tel processus rendent peu plausible la théorie du Free Cash Flow. Le coût cognitif et politique associé au processus d'investissement et la rationalité limitée des principaux dirigeants font que leur rôle en phase ultime est le plus souvent symbolique. De plus, il est bien connu que le recours aux critères financiers ne joue qu'un rôle secondaire, souvent de filtre confirmatoire dans le processus d'investissement, la décision finale se prenant davantage sur des considérations stratégiques. L'hypothèse d'un gaspillage conscient et intentionnel des fonds propres internes par le dirigeant, par exemple à des fins d'enracinement, semble donc peu vraisemblable, sauf exception.

Si la perspective contractuelle aménagée peut permettre de mieux expliquer le rôle de l'autofinancement, il semble cependant qu'il faille chercher également d'autres déterminants dans les perspectives cognitives de la firme.

2. Autofinancement et perspectives cognitives

Pour identifier ces déterminants, il nous faut tout d'abord préciser l'interprétation qu'il est possible de faire de la politique de financement dans la perspective cognitive. Ensuite, nous porterons notre attention sur l'autofinancement.

2.1. Perspective cognitive et politique de financement

Si la perspective contractuelle de la firme repose sur la notion d'asymétrie d'information, le courant cognitif considère que la firme est un processeur ou un répertoire de connaissances. A la différence de l'approche contractuelle, la dimension productive est privilégiée tant du point de vue de l'innovation que de la coordination. Ainsi, pour Loasby (2001, p. 38-39), le problème de la coordination ne peut être défini de façon pertinente en supposant que la firme est un système informationnel coordonné par un système incitatif. Il faut le définir relativement à un objectif de croissance fondé sur l'utilisation non pas de l'information mais de la connaissance. Cette redéfinition entraîne une conception plus complexe de la firme comme un système ouvert par opposition à un système fermé et l'abandon de la notion d'équilibre en faveur de celle de processus.

Au sein du courant cognitif, les arguments faisant référence à la connaissance et permettant d'améliorer la performance de la firme sont principalement (Charreaux, 2002) :

- L'orientation de l'activité en fonction notamment de la vision des dirigeants.
- La création de connaissances à la base de l'innovation et de l'ensemble des opportunités d'investissement.

- La protection de la base de connaissances.
- La coordination lors de l'activité productive qui fait intervenir des dimensions d'exploitation et de transfert de connaissance faisant intervenir une dimension interprétative.
- La résolution des conflits, qui dépasse la seule résolution des conflits d'intérêts pour revêtir une dimension cognitive, voire axiologique.

Le schéma de création et d'appropriation de la valeur qui correspond à l'orientation théorique cognitive apparaît en conséquence très différent du schéma associé à la perspective contractuelle dans laquelle la dimension productive est ignorée et où la clé de la performance réside dans la seule structuration du système de contrôle et d'allocation des droits décisionnels. Dans la perspective cognitive, la firme a une croissance liée au développement de ses compétences en matière de production ; elle n'est limitée que par la base de connaissances.

Si on subordonne l'étude de la finance à celle de la croissance de la firme, la politique financière « optimale » est celle censée permettre le meilleur développement du répertoire de connaissances. Il convient donc de réinterpréter l'autofinancement, composante centrale de la politique de financement, dans cette perspective.

2.2. Les déterminants de l'autofinancement dans la perspective cognitive

La perspective cognitive permet de mieux appréhender le rôle du financement interne en mettant en évidence sa dimension favorable à la création de valeur qui s'oppose à sa « face sombre » privilégiée par la perspective traditionnelle. Si on considère la dimension associée à la vision managériale, l'autofinancement permet au dirigeant d'éviter d'avoir à soumettre cette vision à l'agrément de partenaires financiers externes. Cette absence de confrontation, si elle peut être considérée négativement du point de vue disciplinaire, comporte aussi des avantages. Elle évite de diffuser le modèle cognitif des dirigeants et, éventuellement, de

compromettre une opportunité de croissance qui n'est pas nécessairement perçue par les concurrents ou qu'ils n'ont pas pensé à concevoir. Elle conduit aussi à éviter des conflits cognitifs pouvant mettre en cause la cohérence du projet, les financeurs ne disposant pas nécessairement de la connaissance suffisante des métiers ou étant dans l'impossibilité d'évaluer le risque en raison du caractère innovateur du projet. L'autofinancement peut ainsi constituer le financement privilégié pour entreprendre des projets très innovateurs. Certes, on peut prétendre à l'instar de Jensen (1993) que de nombreux projets de R&D autofinancés ont conduit à des gaspillages, mais il n'est pas démontré que l'évaluation des projets innovateurs par le marché aurait été plus fiable et qu'un financement externe aurait conduit à un résultat différent, comme le montrent les exemples récents des « nouveaux » marchés et le phénomène de la bulle Internet.

Le financement interne, en tant que slack accumulé, peut aussi jouer un rôle positif dans la consolidation (« l'exploitation ») et l'élargissement (« l'exploration ») de la base de connaissances. Premièrement, l'autofinancement, en évitant les financements externes, limite les risques de rupture brutale du réseau d'investissements spécifiques et facilite la poursuite de l'apprentissage organisationnel. La contrepartie, parfois évoquée, peut éventuellement être un certain conservatisme de la base de connaissances. Toutefois, cette dernière conclusion reste à confirmer, car l'autofinancement peut également contribuer à l'exploration, mais vraisemblablement selon une orientation plus proche de la base de connaissances existante. Deuxièmement, l'autofinancement peut avoir un rôle incitatif vis-à-vis d'un encadrement à la recherche d'opportunités en lui permettant de faire apprécier ses compétences en proposant de nouveaux projets d'investissement. Auquel cas, la logique traditionnelle est inversée, puisque non seulement l'autofinancement ne conduirait ni à un gaspillage des fonds, ni au conservatisme, mais au contraire aurait un rôle d'accélérateur, de levier pour la recherche de nouvelles idées. Troisièmement, cet effet de levier peut également être invoqué pour

l'investissement en capital humain spécifique à la firme comme le soulignent Lazonick et O'Sullivan (2000) dans le cas des firmes innovatrices. Le réinvestissement du cash flow sous forme par exemple d'augmentations de salaire (liées ou non à des promotions) peut inciter les salariés à développer leur capital humain spécifique et ainsi accroître, par effet de complémentarité, la rentabilité des investissements en nouvelle technologie. Enfin et quatrièmement, l'autofinancement peut également servir à financer en liquide des opérations de croissance externe afin d'acquérir de nouvelles compétences. Ce dernier argument peut justifier le maintien de montants de liquidités importants pour assurer tant la flexibilité que la confidentialité de ce type d'opération.

L'autofinancement semble ainsi constituer le mode de financement le mieux à même de développer et de pérenniser le capital organisationnel et de respecter la vision cognitive du dirigeant. S'il possède des vertus en termes d'exploration, ses limites, notamment par rapport aux fonds propres externes, semblent liées, cependant, à la possibilité de réorienter ou d'étendre la vision du dirigeant.

Conclusion

La prééminence de l'autofinancement dans le financement des entreprises peine à recevoir une explication satisfaisante dans le cadre du paradigme financier standard fondé sur l'asymétrie d'information, qui met principalement en avant ses inconvénients relativement aux financements externes, notamment de marché. La recherche d'autres facteurs explicatifs doit, en conséquence, être associée à l'identification des avantages de l'autofinancement. Ces derniers peuvent être trouvés dans un approfondissement de la perspective contractuelle ou, de façon plus originale, dans une perspective cognitive de la politique financière.

Cette ouverture de la finance aux perspectives cognitives n'implique pas que les arguments issus de la perspective contractuelle sont non pertinents. Elle signifie uniquement

que le cadre de la théorie financière gagnerait à s'enrichir en intégrant la notion de connaissance ou, pour emprunter le vocabulaire de Robert Reix, celle d'information interprétée.

Bibliographie

Bower, J. (1970), *Managing the resource allocation process : a study of corporate planning and investment*, Harvard Business School Press, Boston, Mass.: HBS Division of Research.

Burgelman, R.A. (1983a), « A process model of internal corporate venturing in the diversified major firm », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 28, n° 2, pp. 223-244.

Castanias, R.P. et Helfat, C.E. (1991), « Managerial resources and rents », *Journal of Management*, Vol. 17, n° 1, 1991 pp. 155-171.

Charreaux, G. et Desbrières, Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n° 2, pp. 57-88.

Charreaux, G. (2002), « Variation sur le thème : 'À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise' », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5, n°3, pp. 5-68

Desreumaux A. et Romelaer P. (2001), « Investissement et organisation », in Charreaux, G. (coord.), *Images de l'investissement*, Vuibert, Fnege, Paris, pp. 61-114.

Fama, E.F. et French, K. (1999), « The corporate cost of capital and the return on corporate investment », *Journal of Finance*, Vol. 54, n° 6, pp. 1939-1967.

Fama, E.F. et French, K.R. (2001), « Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay », *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, n° 1, pp. 3-43.

Fransman, M. (1998), « Information, knowledge, vision and theories of the firm », in Dosi, G., Teece, D.J. et Chitry, J., *Technology, organization and competitiveness – perspectives on industrial and corporate change*, Oxford University Press, Oxford, pp. 147- 191.

Jensen, M.C. (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

Jensen, M.C. (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, Vol. 48, n° 3, pp. 831-880.

Lazonick, W. et O'Sullivan, M. (2000), *Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance*, CGEP, European Institute of Business Administration, Insead, June.

Loasby, B.J. (2001), « Cognition, capabilities and cooperation », *International Journal of Management and Decision Making*, Vol. 2, n° 1, pp. 35-48.

Miller, M.H. et Modigliani, F. (1961), « Dividend policy, growth, and the valuation of shares », *Journal of Business*, Vol. 34, n° 4, pp. 411-433.

Modigliani, F. et Miller, M.H. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, Vol. 48, n° 3, pp. 261-297.

Myers, S.C. et Majluf, N. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, n° 2, pp. 187-221.

Reix, R. (1995), *Systèmes d'information et management des organisations*, Vuibert, Paris.