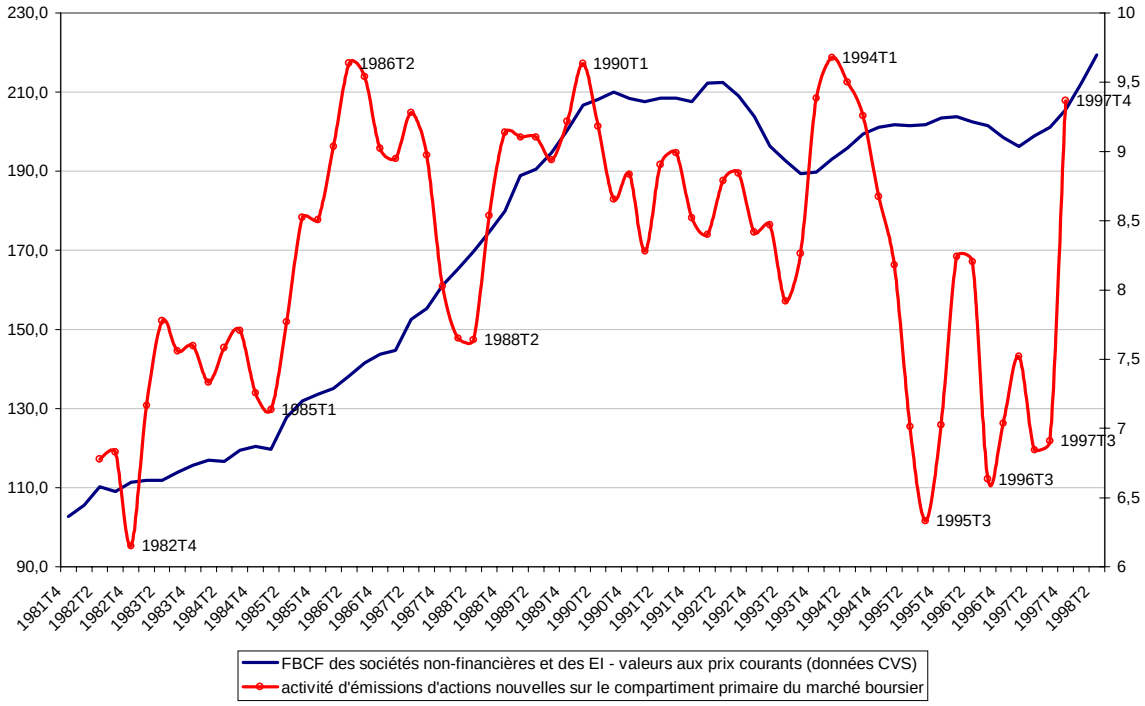
INTRODUCTION

Alors que la presse financière relate les mérites de la « valeur pour l'actionnaire » et que les investisseurs exhortent les dirigeants à adapter leurs organisations afin d'en satisfaire les attentes, il peut être intéressant de se questionner sur l'importance de cet actionnaire dans la gestion des firmes modernes. L'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier permet d'appréhender, au niveau macro (au sens « d'en haut »), la portée de sa participation dans le financement des entreprises françaises au cours des dernières années. Dans ce but, le graphique n° 1 met en perspective trimestriellement le montant du financement par nouveaux fonds propres des sociétés cotées obtenus sur le marché, relativement à la FBCF.

Graphique n° 1 : Activité primaire à la bourse de Paris et formation brute de capital fixe des entreprises non financières en France entre 1982 et 1997.



Légende : Sur l'échelle (logarithmique) de droite, l'activité sur le marché boursier primaire est mesurée par la moyenne mobile sur deux trimestres de la somme des fonds collectés lors des émissions d'actions par les entreprises cotées. Comparativement, la formation brute de capital fixe des entreprises non financières (valeurs aux prix courants CVS) est reportée sur l'axe de gauche, en milliards de francs.

L'examen de ce graphique révèle des fluctuations importantes de l'activité d'émissions d'actions sur le marché ; c'est-à-dire l'existence de pics conjoncturels en 1986, au début de 1991 et de 1994, suivis de creux conjoncturels fin 1982, au second trimestre 1988, et en 1995. Le troisième trimestre de 1993 correspond à une période où le niveau d'activité d'émissions a été particulièrement important, en valeur absolue. La collecte de 19,88 milliards de francs, représentant plus de 2 % du PIB du trimestre, correspond à la réalisation de 17 émissions de titres de capital[1]. Dans un contexte d'une croissance économique française de 30 % sur la période d'observation, l'investissement des entreprises ne semble cependant pas financé par les actionnaires, puisque les volumes d'émissions diminuent entre 1983 et 1997. Il serait alors tentant de s'interroger sur l'attention particulière portée à la rémunération d'un actionnaire, dont la part dans la production de la nation semble diminuer ou dont l'utilisation par les dirigeants pourrait être moindre que par le passé. Au demeurant, l'interrogation porte aussi sur les raisons pour lesquelles ces derniers font appel plus intensément aux actionnaires pour assurer les besoins de financement de l'activité de leurs entreprises, à un moment particulier, correspondant semble-t-il, aux périodes d'expansion de l'économie française.

L'hypothèse traditionnelle de la théorie du financement hiérarchique (Myers, 1984 ; Myers et Majluf, 1984), suggère que, si le coût de la sélection adverse[2] est plus faible à certains moments, l'entreprise devrait profiter de cette opportunité pour placer ses titres. Des concentrations des émissions d'actions durant ces périodes pourraient s'expliquer par les variations des coûts d'émissions d'actions associées aux phases du cycle économique (voir notamment Choe, Masulis et Nanda, 1993). Qui plus est, les fluctuations des volumes d'émissions devraient traduire, au niveau micro (au sens de « dans le détail »), que les entreprises utilisent, plus ou moins selon les périodes, les nouveaux fonds propres comme une source de financement de leurs investissements.

---

[1] Selon les informations fournies dans les rapports annuels de la Commission des Opérations de Bourses, les principales émissions sont Cie BULL (visa 651 du 13/12/93) pour 8 549,78 milliards de francs, Générale des eaux (visa 546 du 03/11/93) pour 4 133,35 M.F., Schneider (absa, visa 492 du 13/10/93) pour 3 178,81 M.F., Crédit Foncier de France (visa 525 du 22/10/93) pour 1 482,31 M.F.

[2] Lorsqu'un acheteur ne peut pas anticiper aisément la qualité d'un bien ou d'un service qu'il recevra, la qualité des produits offerts par le vendeur attiré par le contrat avant la transaction est faible, ce qui constitue un coût d'opportunité (Milgrom et Roberts, 1992, p. 166).

Néanmoins, ce phénomène de concentrations des émissions d'actions n'est-il pas un leurre au niveau local, de chaque entreprise ? La préférence pour les fonds propres pourrait résulter de la nature de l'investissement ou d'une substitution entre les sources de financement à disposition des dirigeants ? L'intérêt d'une explication plus précise de ces phénomènes pour les gestionnaires financiers est évident. L'identification des contraintes et des opportunités dans l'environnement, puis la compréhension des comportements d'arbitrage des partenaires financiers, leur permettent de mettre en place les architectures organisationnelles[3]. Chacune peut conduire à obtenir et à utiliser les ressources de financement (y compris internes), en quantité suffisante et à moindre coût (avec efficacité et efficience), en plaçant au mieux les titres de l'entreprise sur les marchés financiers (définition de la politique de financement[4]).

L'objet de cette recherche consiste à comprendre les choix de financement effectués par les dirigeants et, en particulier, à tenter d'expliquer leurs évolutions selon le contexte économique et boursier. La direction de l'entreprise planifie quelles sortes de titres doivent être émis et à quelle date. Deux dimensions apparaissent fondamentales afin d'appréhender cet objet : d'une part, la nature du financement externe[5] informant sur les modes de *gouvernance* des transactions financières ; d'autre part, le calendrier des émissions visant à cerner la nature du contexte dans lequel les relations contractuelles se dérouleront.

Le sujet se situe à l'intersection des champs théoriques de la finance et de l'approche contractuelle des organisations, qui proposent plusieurs déterminants de la politique de financement des entreprises susceptibles d'expliquer son évolution dans le

---

[3] Cette notion correspond au système allouant les droits décisionnels sur les ressources entre les partenaires de l'entreprise, au système d'évaluation et de mesure de sa performance et au système d'incitation, de rémunération et de contrôle des individus (Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1992 ; Charreaux, 1997 ; Brickley *et al.*, 1998)

[4] Plus généralement, la politique financière participe à la définition de l'architecture organisationnelle, et à ce titre, peut être considérée comme un instrument à la disposition des dirigeants visant à mettre en œuvre des aménagements satisfaisant leurs propres intérêts éventuellement au détriment des autres partenaires, financiers ou non, de l'entreprise.

[5] La structure de financement correspond aux proportions pour lesquelles les sources de financement interviennent dans la composition des flux de fonds permanents d'une entreprise. Autrement dit, la structure de financement représente la nature (fonds propres ou dettes financières) des moyens monétaires mis en œuvre pour financer ses actifs (Fama, 1990 b ; Cobbaut, 1992).

temps (§A). L'intérêt de cette recherche est de nouer, selon les perspectives théoriques, la politique de financement et les fluctuations économiques (§B). La solution proposée pour confronter les théories et les éprouver empiriquement consiste à articuler les champs théoriques en mixant leurs niveaux d'analyse grâce à plusieurs estimateurs empiriques (§C). Cette mise en scène de la problématique permet de formuler les questions de recherche de la thèse, et les lignes directrices qu'elle retient, dans un dernier lieu (§D).

A) Les déterminants des choix de financement dans la théorie de la finance organisationnelle

L'hypothèse fédératrice du paradigme de la finance organisationnelle, dans lequel s'inscrit ce travail, est que les individus cherchant à satisfaire leurs propres intérêts agissent, intentionnellement ou spontanément, de manière à minimiser les coûts de fonctionnement de l'organisation. Dans ce cadre analytique, les individus peuvent adapter l'architecture organisationnelle de leur coopération à l'environnement afin d'en assurer la survie. Dans ce sens, la politique de financement réellement suivie par l'entreprise peut être le résultat des actions de chacun des partenaires. Deux perspectives permettent de mettre en évidence la substance des problématiques liées à la structure de financement des entreprises.

La première approche consiste à faire apparaître les mécanismes organisationnels comme un jeu contractuel entre différents partenaires conduisant à un équilibre organisationnel[6]. La politique de financement correspond alors à un moyen de réduire, au mieux de résoudre, les conflits d'intérêts entre les agents liés à une divergence de leurs objectifs et à l'asymétrie informationnelle (Harris et Raviv, 1991 ; Charreaux, 1999). La nature du financement de l'entreprise peut être déterminée par la demande de titres exprimée par ses partenaires financiers actuels ou potentiels. Sous cet

[6] Jensen, Meckling, Baker et Wruck (1998), dans le cadre du cours « *Coordination, Control, and the Management of Organizations* » à Harvard, reprennent le terme de règles du jeu utilisé par North (1990).

angle théorique, pour les dirigeants, la structure de financement est contrainte par les partenaires. Toutefois, d'autres configurations existent.

La seconde approche considère que les décisions financières peuvent résulter de l'émergence et de la poursuite d'une stratégie personnelle par les dirigeants (recherche d'indépendance, volonté d'enracinement…), c'est-à-dire de leur liberté d'action dans un jeu contractuellement incomplet**.** Selon l'approche privilégiée par Charreaux (1997) et par Wirtz (2002), les décisions financières majeures apparaissent liées à des problèmes de contrôle et de discipline des dirigeants, et plus précisément ici, de leur volonté d'indépendance. Les choix de financement optimums pour un dirigeant sont ceux qui minimisent la contrainte des mécanismes de *gouvernance* de l'entreprise sur les choix d'investissement et de financement. Au total, la nature du financement de l'entreprise peut être déterminée par l'offre de titres exprimée par ses dirigeants (par exemple Zwiebel, 1996). Sous cet angle théorique, pour les partenaires, la structure de financement est contrainte par les dirigeants.

Cette logique, dédoublant les approches théoriques, a déjà été retenue en finance. Levasseur et Quintart (2000) ont procédé ainsi en considérant que la capacité d'endettement dépend de facteurs exogènes (les choix des partenaires) et endogènes (les choix des dirigeants). Dans cette thèse, ces perspectives théoriques du financement, qui devraient permettre d'améliorer la compréhension de la politique des dirigeants, sont présentées dans le détail ci-dessous dans le souci de confrontation des déterminants de la structure de financement.

1/ Les décisions de financement comme résultantes d'un processus de négociation

Cette approche consiste à appréhender le comportement d'une organisation à partir de celui des acteurs la composant. La structure de financement, résultante de la négociation entre les partenaires financiers de la firme, correspond à l'équilibre des forces de marché qu'ils représentent. Les systèmes de financement s'intègrent dans l'architecture organisationnelle, les règles du jeu (Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1992 ; Charreaux, 1997 ; Brickley *et al.*, 1998). L'offre de financement émanant des

investisseurs est déterminée en termes de prix et de quantité à partir de leurs anticipations quant à la valeur future de leurs créances, c'est-à-dire de leurs croyances dans l'efficacité des mécanismes organisationnels et institutionnels malgré le déficit informationnel qu'ils supportent (Shleifer et Vishny, 1997). Les coûts de financement considérés ici sont les dépenses de fonctionnement des systèmes permettant de réaliser les transactions financières. De ce point de vue, pour les dirigeants, la structure de financement est supposée être contrainte par les partenaires. La nature du financement de l'entreprise peut être déterminée par la volonté des partenaires financiers actuels ou potentiels de réduire les coûts d'agence entre, premièrement actionnaires existants et potentiels, et deuxièmement actionnaires et créanciers.

Certains déterminants des choix de financement peuvent être appréhendés directement sur le marché boursier afin d'identifier des facteurs caractérisant l'ensemble des entreprises cotées. Ainsi, ils sont censés présenter un caractère commun, suffisamment général. Lucas et McDonald (1990) ont avancé une explication des concentrations d'émissions d'actions grâce au concept de sélection adverse d'Akerlof (1970) fondée sur la modélisation présentée par Myers et Majluf (1984) de la gestion financière de l'entreprise. Au niveau de l'entreprise, les dirigeants, agissant dans l'intérêt des actionnaires actuels, devraient émettre de nouveaux titres lorsque leur valeur sur le marché est supérieure à la somme des flux de liquidités actualisés anticipés, c'est-à-dire lorsque les titres sont surévalués. En raison de l'asymétrie d'information entre les agents, les nouveaux investisseurs peuvent réclamer une décote sur le prix proposé lors de l'émission de nouveaux titres de la société car ils anticipent le comportement des émetteurs. Cette situation peut être analysée comme une relation d'agence, avec conflits d'intérêts, entre les nouveaux investisseurs et les actionnaires existants, dans la mesure où ces derniers cherchent à émettre des titres à une valeur la plus élevée possible. Les décisions financières ont ici pour finalité de réduire la portée des coûts d'agence. Au niveau du marché, le placement de nouvelles actions est contraint par le coût de sélection adverse à l'émission de valeurs mobilières. Ce coût est plus faible lorsque l'évaluation des titres par le marché financier est proche de celle des actionnaires informés. Les études empiriques (Asquith et Mullins, 1986 ; Korajczyk, Lucas et McDonald, 1991 ; 1992) estiment ce coût par le taux de rentabilité de l'action, en excès de la norme du marché le jour de l'annonce d'une émission de titres. Or en France, les études réalisées ne trouvent pas de réactions claires de la part des

investisseurs à l'annonce[7], ce qui tendrait à renforcer l'idée que l'asymétrie d'information entre eux et les dirigeants n'est pas un facteur déterminant de la décision d'émettre des actions nouvelles. Le dépassement de cette limite peut être trouvé en s'appuyant sur les travaux d'Akerlof (1970). En présence d'information asymétrique entre les parties, ce dernier prédit deux effets sur l'activité d'un marché : un effet prix et un effet quantité. Appliquée à la gestion financière, cette seconde hypothèse suggère l'idée selon laquelle « le papier doit être placé lorsque le marché est chaud » *i.e.* émettre des actions en périodes d'euphories boursières, afin d'en minimiser le coût. Plusieurs études empiriques ont mis en évidence que certaines périodes sont propices à la réalisation des émissions (Bayless et Chaplinsky, 1996 et Dereeper, 1999).

L'explication concurrente des décisions de financement dans la théorie financière et organisationnelle s'appuie sur le concept d'opportunités de croissance[8]. Le coût d'agence de la relation entre l'entreprise et ses partenaires financiers est plus important lorsque celle-ci possède de nombreuses possibilités d'investissements futurs. L'argumentation avancée est assez simple puisque, dans ce cas de figure, une partie importante de la valeur de l'entreprise provient de la valeur future des projets d'investissement, qui est par nature incertaine. Cette dernière est surtout sujette au risque d'appropriation de la valeur par une ou plusieurs des catégories de partenaires, éventuellement au détriment d'autres groupes, compte tenu de l'hypothèse d'asymétrie d'information et de divergences d'intérêts entre eux. Différentes situations conduisant les partenaires à anticiper ce risque ont été modélisées. Tout d'abord, Jensen et Meckling (1976) ont proposé un modèle où un dirigeant/actionnaire parvient à spolier les richesses des créanciers à partir des manipulations du risque d'exploitation des projets d'investissement. Ensuite, les travaux de Myers (1977) portent sur le cas particulier d'une situation de détresse financière, où les créanciers retirent en priorité

[7] Hamon et Jacquillat (1992) et Hachette (1994) obtiennent une réaction positive sur son échantillon de 1980 à 1990. Ginglinger et Gajewski (1994) notent des impacts sur les cours divergents en fonction du mode d'émission choisi par la firme, notamment en raison des spécificités françaises des droits de souscription. Cotillard (1996) ne trouve une réaction que pour les absa. Enfin les tests réalisés sur l'échantillon utilisé par Dereeper (1999) mettent en évidence de réactions des cours négatives lors de l'anticipation par le marché d'une émission d'actions et au moment de l'obtention du visa de la COB autorisant l'opération.

[8] Décisions des dirigeants visant à mettre en œuvre un projet et à obtenir de celui-ci une rentabilité positive, à condition de procéder à des investissements supplémentaires. Ces décisions peuvent être encadrées par les mécanismes organisationnels de l'entreprise et les institutions.

une utilité de la réalisation des opportunités de croissance. Enfin, la branche « intentionnelle » de la littérature stratégique attribue la performance d'une firme au caractère original et unique de ses ressources, en reliant le nombre et la valeur de ses options d'investissements à la spécificité des actifs impliqués. Selon Williamson (1988), le patrimoine des actionnaires présente une sensibilité à la spécificité des actifs inférieure à celle des créanciers. Dès lors, les décisions financières apparaissent comme un moyen de réduire les coûts d'agence et les coûts de transaction. Ces arguments permettent d'étayer l'hypothèse selon laquelle les entreprises tendraient à utiliser plus intensément des fonds propres dans la structure de financement au fur et à mesure de l'augmentation de la valeur actuelle des opportunités de croissance.

Une interdépendance peut apparaître dans la modélisation des déterminants des choix de financement. Ainsi, la nature des actifs d'une entreprise peut exercer une influence à la fois sur le coût de sélection adverse qu'elle subit lors d'émissions de titres sur le marché (Pilotte, 1992 ; Denis, 1994) et sur les motivations de son équipe de direction à poursuivre une politique de financement (Myers, 1977 ; Jensen, 1986, Shleifer et Vishny, 1992). Plus généralement, ces différentes théories visent à résumer les décisions de financement en quelques facteurs, au détriment peut-être, de la richesse d'analyse des interactions entre les acteurs (ayant lieu au niveau micro). Autrement dit, leurs comportements locaux, dans les situations singulières ou selon les particularités des architectures organisationnelles qu'ils ont élaborées, peuvent être masqués par les hypothèses sur les comportements des « entités » organisation, actionnaire, créancier sur le marché financier.

2/ Les décisions de financement comme résultantes de l'émergence et de la poursuite d'une stratégie personnelle de la part des dirigeants

La position soutenue par la théorie du gouvernement d'entreprise permet de mettre en évidence des propositions parallèles à celles de l'approche précédente. Selon cette théorie, les dirigeants peuvent activement construire, en raison de leur place centrale dans l'organisation des entreprises modernes, une stratégie visant à obtenir la réalisation d'objectifs satisfaisant leurs intérêts personnels. Charreaux (1997) privilégie

l'approche selon laquelle les décisions financières majeures apparaissent liées à des problèmes de contrôle et de discipline des dirigeants. À divers objectifs – maximisation de l'enracinement, maximisation de l'espace discrétionnaire – correspondent diverses politiques de financement.

L'arbitrage entre les sources de financement peut dépendre de la volonté des dirigeants de conserver leur emploi dans l'entreprise. Certains peuvent modifier la nature des investissements et des financements de la firme à mettre en œuvre (Shleifer et Vishny, 1989). Selon Fama (1980), l'endettement d'une firme lorsque le dirigeant est enraciné devrait être plus faible afin de réduire le risque sur son capital humain. Au contraire, Stulz (1988) propose que l'endettement d'une firme lorsque le dirigeant est enraciné devrait être plus important afin de réduire le nombre des droits de vote en circulation et donc la probabilité de l'occurrence d'une prise de contrôle. Pour d'autres[9], il faut considérer la dynamique des liens entre décisions financières et enracinement des dirigeants. Par exemple, les dirigeants peuvent s'imposer d'eux-mêmes un accroissement de l'endettement, même si préalablement aux menaces, ils préfèrent réduire l'endettement, lorsqu'ils perçoivent un risque important de rupture de leur contrat de travail, en espérant que les investisseurs sur le marché recevront « un signal défensif visant à maximiser la valeur de l'entreprise »[10].

L'équipe dirigeante peut, contrairement à l'approche précédente, manipuler la nature des financements utilisés, car les ressources, financières ou autres, collectées auprès des différents partenaires semblent constituer un levier puissant pour la gestion active de son espace discrétionnaire[11]. La latitude managériale est appréhendée à partir du *slack* organisationnel, qui correspond aux flux de liquidités, actuels et potentiels, et aux choix d'investissement, actuels et futurs, demeurant à la discrétion des dirigeants. Dans ce cas de figure, les choix actuels de financement optimaux pour un dirigeant sont ceux qui minimisent la contrainte des mécanismes de *gouvernance* de l'entreprise sur

---

[9] Jung, Kim et Stulz, 1996 ; Zwiebel, 1996 ; Choate, 1997 ; Berger, Ofeck et Yermack, 1997.

[10] Zwiebel (1996, p. 1196) : "*as a defensive device to commit to value maximizing*"

[11] L'ensemble des mécanismes de gouvernement d'entreprise concourt à délimiter un espace à l'intérieur duquel une équipe de direction peut mettre en œuvre la stratégie de l'entreprise (Charreaux, 1997, p. 1). Toutefois, la définition de ce concept central dépend du nombre de partenaires impliqués dans la firme (Shleifer et Vishny, 1997 ; Macey, 1998).

les choix futurs d'investissement et de financement. Le dirigeant est supposé pouvoir modifier aujourd'hui le contenu des contrats dans un sens qui lui soit favorable à l'avenir. Par exemple, son comportement peut viser à s'assurer des approvisionnements alternatifs en ressources financières afin de limiter, *primo*, la dépendance envers un apporteur particulier de capitaux, et *secundo*, l'effectivité d'un contrôle par ce dernier, ainsi que son caractère disciplinaire. Le choix d'un partenaire financier et la nature du contrat utilisé pour la transaction, déterminent le mode de *gouvernance* qui prévaudra à l'avenir et les conditions dans lesquelles il sera effectif[12].

Au total, la nature du financement de l'entreprise peut être déterminée par la relation entre les actionnaires et les dirigeants, dont le coût résiduel d'agence correspond à la sous-optimalité de la politique d'investissement et de financement poursuivies par les dirigeants. Les travaux de Zwiebel (1996), Garvey et Hanka (1999), Berger *et al.* (1997), et Fluck (1999) montrent que, dans la mesure où les dirigeants sont susceptibles de sélectionner les sources de leur financement, la structure de financement d'une entreprise peut refléter des stratégies visant à favoriser leurs intérêts. Les choix de financement sont censés être à la fois un mode de *gouvernance* de la firme et le résultat d'un arbitrage des dirigeants dans ce système, dont l'objectif est de l'influencer à l'avenir. Dans cette logique, la structure de financement, pour les partenaires, est contrainte par les dirigeants poursuivant leurs propres objectifs.

L'intérêt de cette démarche, visant à dédoubler les perspectives théoriques, réside dans la diversité des déterminants des choix de financement. Pour autant, la confrontation des théories ainsi formulées reste difficile car, non seulement, elles sont établies dans des champs différents, mais encore, elles prédisent des relations empiriques souvent identiques. Néanmoins, cette double perspective théorique offre la possibilité de concevoir une modélisation de la politique de financement dans laquelle

[12] Au niveau financier, la discrétion des dirigeants concerne plus la décision d'émettre tel ou tel type d'actifs financiers en fonction de ses caractéristiques propres que le taux d'endettement en valeur de marché (Garvey et Hanka, 1999). Leur pouvoir de contrôle sur ce dernier n'est que relatif (variations de taux d'intérêt et prix du risque). Néanmoins, l'évaluation du marché est souvent utilisée afin d'apprécier la pertinence de leur décision.

les déterminants peuvent évoluer au cours du temps, donc de discriminer les théories alternatives.

Selon Novaes et Zingales (1995) qui reprennent l'idée de Jensen et Meckling (1976), il peut apparaître des conflits d'intérêts entre les partenaires financiers sur le choix même de la structure de financement à réaliser dans l'entreprise. La politique de financement de l'entreprise peut faire l'objet d'un conflit d'intérêts entre les partenaires financiers et les dirigeants qui, si les rapports de pouvoir évoluent entre eux, conduit à ce que les facteurs déterminants soient, tantôt ceux liés aux premiers, tantôt ceux liés aux seconds. Selon les théories traditionnelles du « compromis » ou du financement hiérarchique, les choix optimums de financement pour les actionnaires correspondent à des arbitrages entre des économies fiscales, le risque de faillite, la crédibilité de la communication financière, la confiance qu'ils accordent à la qualité de la gestion des dirigeants, *etc*. Les créanciers peuvent définir les choix de financement optimaux, de leur point de vue, en considération des actifs proposés en garantie, du risque économique, des perspectives de croissance, *etc*[13]. À l'opposé, Zwiebel (1996) et Berger, Ofeck et Yermack (1997) supposent que les choix des financements de l'entreprise par les dirigeants peuvent être déterminés par leurs coûts et bénéfices privés[14] plutôt que par ceux supportés par les autres partenaires (compte tenu des coûts de sortie)[15]. *A priori*, il n'y a aucune raison de penser que les rapports de pouvoir sont constants en considérant l'évolution de l'environnement[16].

---

[13] La structure de financement optimale aux yeux des investisseurs correspond à la nature des titres et à la quantité de fonds qu'ils sont disposés à accorder à la firme en considération de son architecture organisationnelle et de son environnement (couple rentabilité-risque requis), afin de minimiser les coûts associés aux financements par fonds propres et ceux liés à l'endettement.

[14] Détention du pouvoir et du contrôle des ressources de la firme, élargissement des activités et des sphères d'influence…

[15] Pour un dirigeant, le niveau d'endettement optimal du financement est celui maximisant son utilité ; c'est-à-dire celui qui maximise les quantités de ressources contrôlées et qui minimise le risque de perte de contrôle de celles-ci.

[16] La forme observée du financement d'une entreprise et les flux de fonds collectés sur le marché financier semblent correspondre à un point commun aux deux ensembles optimaux déterminés précédemment, équilibres qui peuvent résulter d'un compromis. Il existe toutefois un problème d'identification selon Brickley et *al*. (1998, p. 81). Chaque observation réfléchit l'intersection d'une courbe de demande et d'une courbe d'offre à chaque date. Les combinaisons résultantes des prix et des quantités sont des points d'équilibre. Relier les structures de financement réalisées par chaque firme à chaque période fournit une estimation pauvre de la demande de financement par les dirigeants.

Dans l'optique d'une explication longitudinale des politiques de financement des entreprises et de confrontation des théories financières, la réflexion se concentre alors sur les raisons pour lesquelles les rapports de pouvoir entre partenaires financiers et dirigeants peuvent s'inverser, en considérant leurs objectifs divergents.

B) Le choix d'un environnement des relations contractuelles dans les entreprises susceptible d'influencer leurs décisions de financement

Les relations financières entre les partenaires constituant l'entreprise pourraient être contingentes à un environnement, à l'ensemble des circonstances qui accompagnent une transaction ou une relation d'agence. L'environnement est ici appréhendé par la dimension des fluctuations exogènes de l'activité macro-économique ou sectorielle[17]. Elles sont exogènes dans le sens où elles sont non spécifiques à une entreprise particulière ou identiquement au-delà des possibilités d'action de ses dirigeants. La question concernant l'origine du choc ou du processus générant les fluctuations économiques n'est pas abordée dans cette recherche. Par exemple, il peut s'agir de chocs technologiques (la production de noix de coco dans l'île de Robinson Crusoé) ou de l'évolution des institutions à long terme engendrant une modification des fonctions d'utilité des agents. toutes les entreprises sont supposées subir plus ou moins les fluctuations de l'activité macro-économique *via* les variations de leurs propres activités. Cependant, l'intégration de l'environnement économique dans les modèles financiers ne suggère pas un sens de causalité unique *a priori*. Il est donc préférable de présenter les deux sens, théoriques, avant de formuler une première ébauche de la problématique et de proposer des solutions.

L'idée forte sous-tendant la seconde partie est que le cycle économique affecte les attributs des actifs détenus par les entreprises. Ces attributs constituent la pierre angulaire des mécanismes organisationnels, la valeur des actifs étant la principale

[17] Le terme de cycle en économie fait référence à un modèle mathématique sous jacent où les fluctuations se répètent sous forme d'ondes, éventuellement en intégrant des aléas stochastiques dans la tendance et dans le cycle. Le terme de fluctuation ne nécessite pas une modélisation de la variabilité de la série (*cf.* Schumpeter, 1939).

variable endogène des modèles contractuels. Cette relation fait l'objet de discussions récurrentes dans la littérature contractuelle (Fama, 1990 b ; Stiglitz, 1992, par ex.), stratégique (Rumelt, 1991, par ex.) et financière. Leurs conclusions sont que la croissance économique, à travers les caractéristiques sectorielles, exerce une influence positive sur la performance individuelle des firmes. Cette dernière relation semble robuste à la nature de la performance retenue (de marché ou comptable) et la technologie des tests utilisés. Elle repose sur un effet de levier entre la variation du niveau d'activité et la variation du résultat d'exploitation des actifs en place. Le modèle économique propose aussi une association entre le niveau d'activité sur le marché des produits et, d'une part, les taux de rentabilité des titres financiers, d'autre part, le niveau des flux de liquidités résiduels des entreprises. L'expansion économique est censée améliorer la rentabilité de l'exploitation des actifs en place et des opportunités de croissance pour les entreprises.

Jensen (1983, p. 322) adopte une position moins déterministe en suggérant que les décisions des agents (production, investissement et financement) se combinent avec les variables exogènes (l'environnement et le comportement humain) afin de déterminer les variables endogènes (les dimensions de l'architecture organisationnelle) affectant la valeur de la firme. En effet, développement économique et formes des entreprises sont liés au-delà de la causalité proposée. L'évolution de l'environnement semble exercer une influence sur la forme des arrangements organisationnels, par exemple si l'ensemble de connaissances dépend des chocs technologiques, et sur l'intensité des relations contractuelles entre les partenaires. Au-delà de l'influence de l'environnement sur l'accessibilité à des ressources réelles et financières pour un dirigeant, la force des mécanismes de contrôle et d'incitation peut dépendre de l'état et de l'évolution de la conjoncture économique. De nombreux travaux de la théorie contractuelle, particulièrement dans le domaine stratégique, fournissent des arguments théoriques concernant les effets de l'évolution de l'environnement sur l'intensité des relations contractuelles et sur la forme des arrangements organisationnels[18].

[18] Par exemple, les mouvements des taux d'intérêt sont déterminants pour le rationnement du crédit aux entreprises (Stiglitz et Weiss, 1981). L'activité de prises de contrôle d'entreprise semble liée aux fluctuations économiques et boursières (Morck, Shleifer et Vishny, 1989). Pour Li et Simerly (1998) et Simerly et Li (2000), le dynamisme de l'environnement et l'incertitude quant à son évolution affectent l'efficacité des moyens de contrôle des dirigeants par les actionnaires.

Récemment, le débat s'est déplacé vers la causalité inverse, telle que la forme du système au sens large et son développement (l'ensemble des formes organisationnelles), influe sur la croissance économique d'une nation. Dans ce sens, la performance ou l'efficience des organisations et des systèmes financiers détermine l'ensemble des possibilités d'expansion de l'économie et la disponibilité de fonds prêtables. Par exemple, Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1998) ou Levine et Zervos (1998) ont soutenu que la performance du système de gouvernement des entreprises détermine le niveau de performance économique atteint dans une nation, en s'appuyant sur l'idée que les institutions jouent le rôle de mécanismes d'incitation et de contrôle déterminant directement la performance des architectures organisationnelles (voir aussi North, 1990). Selon Rajan et Zingales (1998), le développement du marché boursier et des établissements de crédits permet de réduire les coûts de financement externe des entreprises, ce qui est censé favoriser leurs investissements et la croissance dans le pays.

La firme, selon la théorie contractuelle[19], émerge comme une institution susceptible de réduire les risques, donc les coûts, de certains agents économiques[20] ; c'est-à-dire de réduire la sensibilité de la valeur de leurs actifs à la réalisation des états de la nature entourant les transactions. Une partie des obligations contractuelles d'une entreprise peut être considérée comme fixe ou faiblement dépendante de son niveau d'activité. En élargissant l'analyse, les intérêts des partenaires impliqués dans le financement de l'entreprise pourraient être différemment sensibles aux fluctuations économiques. Autrement dit, l'intensité et les coûts des conflits d'intérêts entre les partenaires financiers de la firme seraient plus ou moins importants en fonction de la phase du cycle d'affaires considérée. Leurs intérêts sont censés les conduire à agir intentionnellement afin d'adapter les choix organisationnels selon leurs anticipations sur l'état futur du cycle d'affaires. Ils peuvent agir spontanément sur les marchés financiers

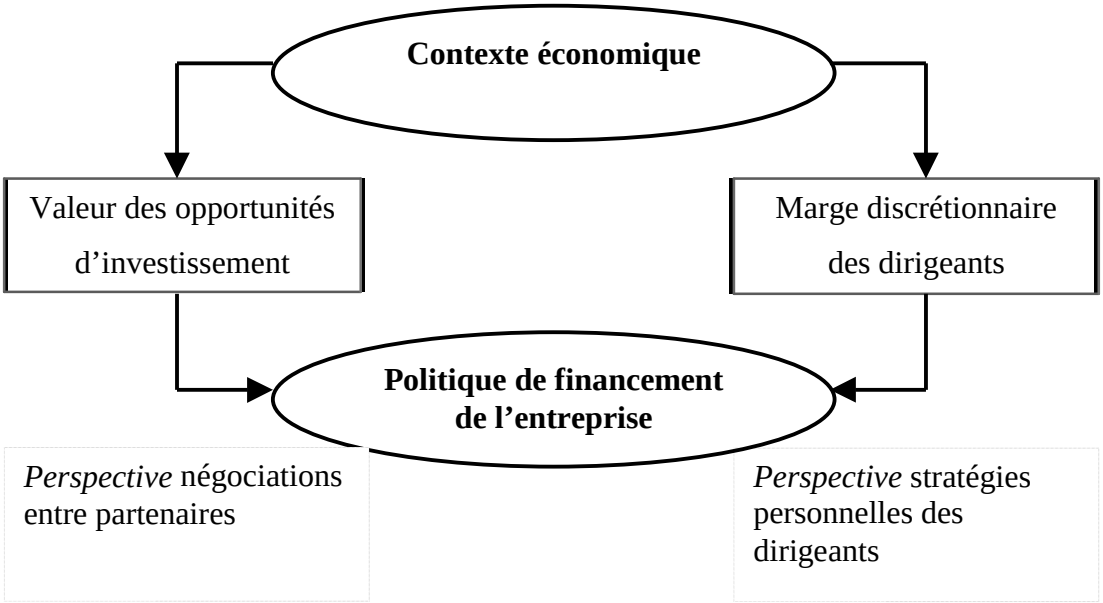
[19] Coase (1937, p. 391) soutient l'idée selon laquelle l'existence des firmes est liée à l'exposition à l'incertitude des agents, qui peut n'être que partiellement dépendante de la forme des modes de paiements utilisés (voir aussi la théorie de l'agence de Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983, a et b ; l'économie des coûts de transaction de Williamson, 1988, p. 578). Dans la théorie néo-classique, l'ajustement de la production à l'activité s'effectue sans coûts de transaction en raison de la parfaite divisibilité des facteurs de production, laquelle engendre l'absence de charges fixes.

[20] En conséquence, les plus averses vis-à-vis du risque d'entre eux peuvent recourir à une forme de contractualisation définissant une rémunération fixe de l'utilisation des facteurs de production.

lorsque l'évolution de la conjoncture économique ne leur semble pas être celle anticipée.

La formulation de la problématique s'oriente alors vers la question suivante : comment et dans quelle mesure les conditions contextuelles d'exploitation des firmes influent-elles sur leurs comportements de financement ? L'idée directrice de la recherche est de proposer une modélisation associant les décisions de financement aux coûts contractuels des relations entre l'entreprise et ses partenaires financiers, puis de considérer leur évolution selon ses conditions d'exploitation, dues aux fluctuations non spécifiques de l'activité macro-économique. Le nœud ainsi établi en articulant les déterminants du financement des entreprises selon l'environnement économique, permet de confronter de manière originale les différentes thèses de la politique financière. Les décisions de financement sont appréhendées en superposant les deux perspectives théoriques choisies dans leur environnement économique. La Figure n° 1 résume l'articulation du chapitre 4 constituant le cœur de la problématique.

Figure n° 1 : Perspectives théoriques, déterminants de la politique de financement et contexte économique.



En considérant que les décisions de financement résultent d'un processus de négociation entre les partenaires financiers, la valeur des opportunités d'investissement

disponibles et leurs coûts de financement externe sont supposées dépendre du contexte économique.

La causalité traditionnelle des modèles contractuels est retenue en considérant que les entreprises devraient favoriser les fonds propres avec l'augmentation de la valeur des projets d'investissement. Cependant, une des limitations des modèles financiers et contractuels fondés sur le concept des opportunités de croissance porte sur l'identification des sources de leur valeur (par exemple, l'apprentissage organisationnel, la spécificité des actifs, les dépenses de marketing…). Grâce à un élargissement des dimensions de l'investissement, le dépassement de cette limitation est que la valeur d'une option réelle dépend du niveau anticipé d'activité future (d'exploitation), donc du contexte économique et boursier. En cela, cette proposition s'appuie sur les travaux de Shleifer et Vishny (1992), de Berkovitch et Narayanan (1993) et de Krainer (1992) reliant les dimensions des investissements aux fluctuations économiques. Ces auteurs étudient respectivement la spécificité des actifs, puis la qualité des opportunités de croissance et le couple rentabilité-risque dans un cadre néo-classique. Une évaluation originale en séries temporelles des opportunités de croissance à partir d'indicateurs des cycles économiques et boursiers est effectuée.

L'intuition de la proposition d'Akerlof (1970) est que le coût de sélection adverse sur un marché évolue au cours du temps. Les études américaines de Berkovitch et Narayanan (1993), Choe, Masulis et Nanda (1993) et Bayless et Chaplinsky (1996) ont analysé les mouvements des quantités de titres émis sur le marché financier. Leurs modélisations permettent d'appréhender l'incidence des fluctuations économiques et du contexte boursier sur les décisions de financement des entreprises, au moins sur le marché primaire[21]. Toutefois, Le déplacement du débat au niveau des organes de

[21] Ces études ont mis en évidence l'existence de périodes propices à la réalisation d'émissions d'actions sur le marché américain. Concernant le marché français, trois études empiriques notent une association entre le nombre d'émissions d'actions et le niveau des cours. Hachette (1994) propose un test reliant le nombre d'opérations réalisées chaque année sur le marché français avec les taux de rentabilité cumulée de l'indice et les taux de rentabilité cumulée des titres. Elle remarque que sur un marché haussier, un nombre plus important d'opérations a été réalisé. Cotillard (1996) constate que les émissions d'actions à bons de souscription d'actions (de 1983 à 1991) ont été réalisées en périodes de hausse de l'indice boursier. Toutefois, les variables indépendantes sont annuelles, or rien *a priori* ne conduit à supposer cette périodicité. De plus, dans quelle mesure les cours boursiers sont-ils indépendants des fluctuations macro-économiques ? Dereeper (1999) confirme une sur performance boursière des titres des émetteurs entre 1989 et 1997.

décisions, que proposent ces théories, n'est pas évident. Leurs analyses des coûts de financement semblent partielles car elles se concentrent sur les fonds propres. La proposition alternative soutenue est que l'information contenue dans le volume d'activité sur le marché primaire est pertinente pour les dirigeants d'entreprises, dans le sens où celle-ci indique la possibilité d'accéder à de nouveaux partenaires ou que les augmentations de capital sont mieux perçues des investisseurs.

En considérant que les décisions de financement résultent de la poursuite d'une stratégie personnelle des dirigeants, leur marge discrétionnaire devrait évoluer durant le déroulement du cycle d'affaires, selon les dimensions des flux de liquidités et des contraintes de *gouvernance*.

Dans la modélisation retenue ici, plusieurs dimensions de la latitude managériale (flux de liquidités d'exploitation discrétionnaires et possibilités d'investissement) sont supposées être liées aux fluctuations économiques. Selon Hambrick et Abrahamson (1995), l'espace discrétionnaire des dirigeants est plus important durant la réalisation d'une phase de croissance sur le marché des biens et services comparativement à une phase de récession, car les choix d'investissement semblent plus nombreux durant les périodes de fort développement économique[22]. Le risque d'exploitation se réduit car le niveau d'activité tend à s'éloigner du seuil de rentabilité. Concernant l'accès aux financements externes, les études sur le rationnement du crédit ont souligné son caractère cyclique (*cf.* Stiglitz, 1992, a et b). Les augmentations de capital sont réalisées dans un contexte boursier favorable aux émissions d'actions. Les attentes des actionnaires en termes de rentabilité peuvent être satisfaites, éventuellement plus facilement en période de croissance économique, en recourant à l'effet de levier de la dette sur la rentabilité financière de l'entreprise.

Sous l'angle du gouvernement des entreprises, l'effectivité des contraintes des partenaires est supposée liée au contexte économique. Les conséquences de la

[22] En anticipant sur le paragraphe suivant, il est supposé que la croissance macro-économique est exogène pour la plupart des entreprises. Cependant, l'étude du comportement d'investissement (et de financement) des « premiers » dirigeants qui reçoivent et traitent l'information sur un potentiel de croissance constitue un champ d'investigation plus étendu que celui investi dans cette thèse. Les développements de Schumpeter (1939) sur les « innovateurs » traitent de ce dernier point.

spécificité des actifs sont vraisemblablement plus limitées lorsque leurs valeurs sur les marchés secondaires sont importantes. Le contrôle des créanciers s'effectue surtout lorsque le marché de l'occasion est déprimé et lorsque le risque de faillite est important. Si, durant les périodes de croissance économique, ni l'une ni l'autre de ces conditions ne sont remplies, la contrainte des créanciers sur les dirigeants est plus faible pendant les expansions. Par ailleurs, les périodes de performances exceptionnelles générant des flux de liquidités discrétionnaires importants peuvent correspondre à des moments durant lesquelles la latitude managériale est importante (Jensen, 1986, p. 329). Les périodes de forte croissance du chiffre d'affaires, caractérisées par un niveau de risque d'exploitation relativement faible, peuvent aussi correspondre à des contrôles des créanciers et des actionnaires moins fréquents selon Williamson (1988)[23]. À l'inverse, durant les phases de dépression économique, la contrainte des actionnaires peut être relativement faible, si celle-ci dépend de leur possibilité de placements sur le marché financier.

En résumé, les réponses des dirigeants à l'évolution de l'environnement économique (niveau et incertitude de la demande, agressivité de la concurrence, anticipations sur la structure par terme des taux d'intérêt…) peuvent déterminer leurs besoins de financement et les conduire à adapter la structure de financement (interne et externe), éventuellement pour réduire les coûts d'agence.

Malgré, l'intérêt d'orienter du sujet selon une approche longitudinale, les perspectives théoriques ne semblent pas conduire à un angle d'éclairage suffisamment réduit pour assurer de bonnes conditions de confrontations. La solution proposée par cette recherche pour traiter de la politique de financement des entreprises selon les fluctuations économiques consiste à articuler différents niveaux d'analyse avec les perspectives théoriques.

[23] L'excès de fonds interne (autofinancement élevé) réduit le nombre et la taille du recours aux marchés financiers, donc le contrôle des partenaires financiers qui s'exercerait à travers les émissions de titres émis.

C) *Le choix des niveaux d'analyse des décisions de financement des entreprises*

Selon Grawitz (1993), l'idée de niveau suggère une possibilité de découpage, où chaque niveau ne désigne qu'un aspect de la réalité construite, donc rappelle la pluralité et la dynamique des concepts liés par les hypothèses. Charreaux (1999) souligne que la théorie de l'agence est une modélisation à deux niveaux d'analyse : la recherche consiste à expliquer le fonctionnement des organisations, défini comme le niveau macro, le système, en étudiant l'interaction des décisions des individus ou des acteurs du système, qui constitue le niveau micro. L'objet d'étude, qui est la dimension financière de l'organisation, est appréhendé dans cette recherche à trois niveaux, en intercalant un niveau meso « au milieu » entre les deux précédents. La multiplication des dimensions de l'objet de recherche vise à améliorer sa compréhension par la complémentarité des concepts impliqués et conduit à discerner deux questions constituant la problématique, car les niveaux sont clairement différenciés tant sur le plan théorique qu'empirique.

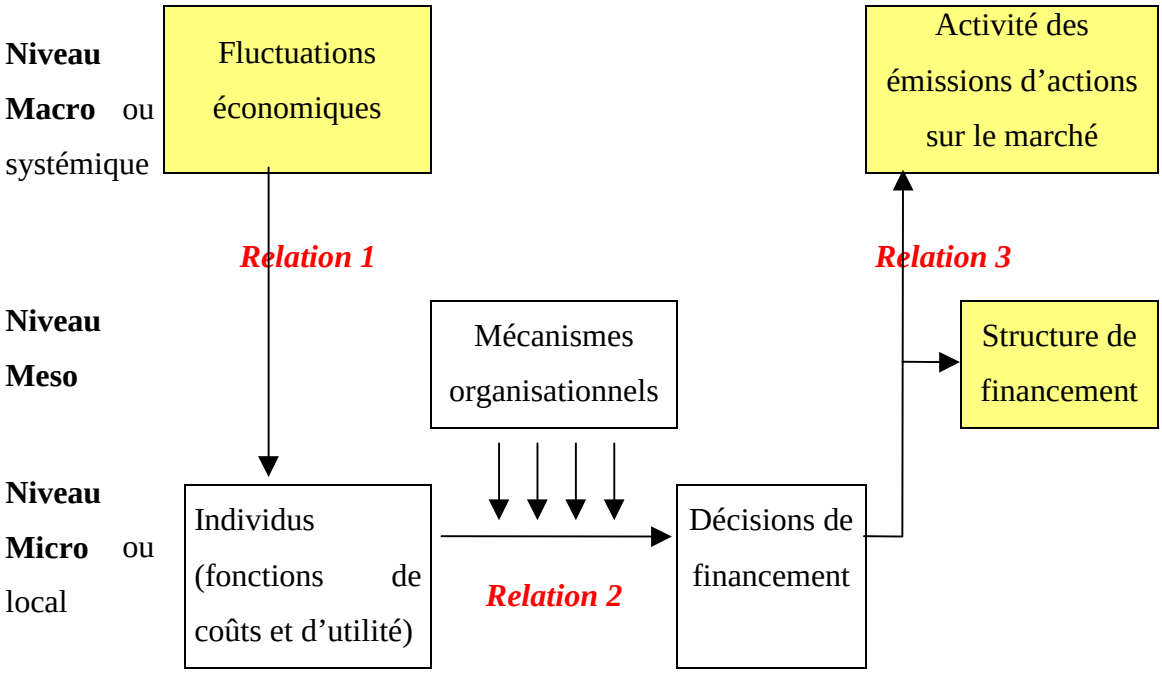
1/ Sur le plan théorique

Coleman (1994, p. 168) suggère qu'une théorie visant à expliquer le fonctionnement du système, au niveau macro, à partir des interactions des comportements des individus dans celui-ci (relation 3), nécessite deux autres relations pour être complète : la première identifie l'effet du système sur les individus (relation 1) et la seconde explicite les comportements supposés des individus et leurs combinaisons pour un état donné du système (relation 2). Ce système organisationnel, qui résulte des décisions des acteurs, peut être subdivisé en deux : le niveau macro correspond à l'activité d'émissions d'actions sur le marché boursier primaire[24], le

[24] Pour exprimer le phénomène Lucas et Mcdonald (1990) parlent de *bunching*. Choe, Masulis et Nanda (1993) utilisent l'expression de *pattern of issuance activity*. Bayless et Chaplinsky (1996) proposent l'idée d'une *window of opportunity* dans le placement des titres. En outre, les termes de cycles ou fluctuations de financement possèdent une autre interprétation en finance. L'aspect récurrent des fluctuations économiques peut engendrer un 'cycle' de financement. L'utilisation de ce terme peut porter à confusion car il est déjà utilisé en finance pour représenter l'ensemble des relations entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux (emprunts, émissions d'actions, remboursements, versements de dividendes principalement). Il serait plus approprié de parler de fluctuations de financement. Toutefois, ce terme …/

niveau meso représente la structure de financement des entreprises[25]. Néanmoins, ce dernier niveau est supposé être appréhendé au plus près des décisions de financement, afin de le qualifier de micro dans la partie empirique. Ainsi, cette thèse discute des choix de financement à deux niveaux, même si en toute rigueur, trois niveaux seraient mieux adaptés. L'application de cette approche à l'objet d'étude est schématisée ci-dessous dans la Figure n° 2.

Figure n° 2 : Relations entre niveaux systémique et local dans la théorie des choix de financement.



Légende : Ce schéma comporte trois types de relations. La relation 1 représente l'incidence des phénomènes qui surviennent au niveau systémique sur les actions des individus. La relation 2 est associée aux actions des individus considérés comme rationnels. La relation 3 résulte de la combinaison et de l'interaction des actions individuelles dans un environnement défini et qui induisent les résultats du système, soit au niveau meso, soit au niveau macro.

(*suite de la note de bas de page n° 24*) ne paraît pas très évocateur, et ferait plutôt référence aux variations des besoins de fonds durant les cycles d'investissement et d'exploitation, qui sont la contrepartie du cycle de financement.

[25] Celle-ci est mesurée traditionnellement en comparant les flux nets en provenance des actionnaires et ceux des créanciers financiers. Une mesure originale est établie de surcroît, en évaluant la collecte brute de fonds obtenus auprès des créanciers (sans les remboursements d'anciennes dettes financières) et les fonds propres obtenus par émissions d'actions.

Les relations 2 et 3 reposent toutes deux sur la relation 1, c'est-à-dire sur l'influence des conditions économiques d'exploitation sur les coûts contractuels. Toutefois, la présence de concentrations d'émissions d'actions sur le marché primaire (relation 3) suppose qu'une hypothèse implicite soit respectée. Au-delà de l'influence des fluctuations économiques sur les coûts de fonctionnement des relations contractuelles entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, et par extension sur les structures de financement des entreprises, la relation 3 suppose qu'un nombre suffisamment important de dirigeants effectuent les mêmes arbitrages financiers au même moment. *A priori*, seules des influences non spécifiques, comme l'évolution du climat macro-économique, seraient susceptibles de présenter une force suffisante pour créer un effet récurrent et surtout visible globalement sur le marché boursier.

Étudier séparément les niveaux d'analyse tend à masquer les interactions entre le contexte macro-économique et l'architecture organisationnelle, autrement dit, la présence de boucles de rétroaction. Celles-ci dépendent soit de la liberté des acteurs de procéder ou non aux ajustements supposés, soit de l'efficacité partielle ou non des systèmes d'incitation et de contrôle des agents. Le schéma d'analyse proposé permet d'étudier les interactions et leurs plasticités entre les mécanismes organisationnels et la conjoncture économique (notamment en considérant que la relation 2 n'est pas déterministe et que les acteurs peuvent agir – intentionnellement ou spontanément – sur la relation 1 en adaptant l'architecture organisationnelle). Dans ce but, les choix de financement sont étudiés à la fois au niveau macro et micro en soulignant qu'à chacun correspondent des estimateurs empiriques différents.

2/ Sur le plan empirique

Pour une même échelle de temps, l'objet d'étude au niveau macro mesure les fonds propres collectés sur le marché primaire d'une période sur l'autre. Au niveau micro, la mesure de l'objet d'étude consiste à appréhender les fonds propres externes comparativement aux autres sources de financement, selon leur participation au financement des dépenses d'investissement. En effet, deux raisons incitent à analyser les deux niveaux d'observation simultanément.

La première raison est de diversifier les estimations empiriques des observations des financements des entreprises. Si concentration d'émissions d'actions et structure de financement sont parfois liées, ces deux estimateurs sont partiellement indépendants l'un de l'autre, notamment lorsque l'endettement des entreprises augmente plus rapidement que leurs appels aux fonds propres externes. Les deux estimateurs sont positivement liés, toutes choses égales par ailleurs, lorsque les concentrations sur le marché sont réalisées en même temps qu'un pourcentage important des fonds propres externes dans la structure de financement. Or le nombre d'opérations d'augmentations de capital réalisées peut être anormalement élevé par rapport à une période précédente alors même que la part des fonds propres dans la structure de financement est plus faible comparativement à la période précédente.

La seconde raison réside dans l'étape de confrontation des théories selon les fluctuations économiques. Le positionnement de l'activité sur le marché primaire par rapport aux fluctuations macro-économiques ne peut, à lui seul, favoriser la compréhension des déterminants des décisions de financement. Une augmentation de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier peut trouver son origine soit dans la réalisation d'investissements – auquel cas, les concentrations seraient repérées durant les phases de croissance des cycles économiques – soit en raison d'un déficit des autres sources de financement, c'est-à-dire lorsque l'autofinancement est faible et que le crédit est rationné – auquel cas, les concentrations seraient repérées en période de récession économique[26]. Il s'agit donc d'éprouver la simultanéité des comportements de financement, observables à deux niveaux, selon le déroulement des phases du cycle économique.

---

[26] Il est probable que l'appel au marché financier par les entreprises soit plus important au moment de la réalisation d'investissements plutôt qu'en récession lorsque des réductions de programmes sont encours. À l'opposé, une part non négligeable des augmentations de capital peut être réalisée en même temps que les restructurations des entreprises en difficultés, en raison des coups d'accordéons sur le capital des entreprises.

Par ailleurs, les fluctuations de l'investissement étant considérées par la plupart des modèles économiques de croissance comme l'origine des fluctuations de la production en raison de son aspect accélérateur - multiplicateur, une association entre l'appel public à l'épargne des entreprises et le niveau de la production macro-économique peut s'expliquer sans l'intervention des théories contractuelles des organisations (MUET P.A., 1993, *Croissance et cycles, théories contemporaines*, Ed. Economica, 110 p.).

La segmentation en deux niveaux d'analyse (le marché et les organisations) de l'objet de recherche (la politique de financement des entreprises au cours du temps) permet de préciser la problématique (impacts des fluctuations économiques sur les décisions de financement).

D) Questions de recherche et ligne directrice

Les questions de recherche s'énoncent de la manière suivante :

1/ L'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier français est-elle liée à l'influence des fluctuations économiques sur les coûts contractuels des relations entre l'entreprise et ses partenaires financiers ?

2/ Dans quelle mesure la structure de financement d'une entreprise est-elle déterminée par l'influence des fluctuations de l'activité macro-économique, à la fois sur les incitations de ses dirigeants à choisir les sources de financement et sur les intérêts de ses partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement ?

La première partie en présentant les coûts de financement comme déterminants des décisions de financement, évoque l'analyse théorique au niveau des comportements des acteurs (les mécanismes permettant de lier les décisions ou les actions aux coûts contractuels ou aux incitations : le niveau micro ou relation 2). En étudiant les relations entre les niveaux macro – le système économique et le compartiment primaire du marché boursier – et le niveau micro, la deuxième partie discute des conséquences des fluctuations économiques sur les décisions de financement – relation 1 et 3. Elle évoque aussi l'état de la recherche en finance intégrant les mouvements de l'économie comme un des déterminants des décisions de financement ; elle dégage les principales propositions théoriques. La troisième partie éprouve empiriquement les hypothèses issues des théories présentées dans les parties précédentes en les confrontant avec l'activité sur le marché français des augmentations de capital par émissions d'actions nouvelles sur la période 1982-1997 et à partir d'un échantillon d'entreprises françaises durant la période de 1987 à 1997.

Partie 1 :

LES COUTS CONTRACTUELS COMME DETERMINANTS DES DECISIONS DE FINANCEMENT

ALFRED MARSHALL, 1920, *Principles of Economics*, 8ème édition, Macmillan, Cambridge, 1ère édition publiée en 1890.

p. 290 : « Que la valeur soit gouvernée par l'utilité ou par le coût de production, nous pouvons en discuter comme la question de savoir si c'est la lame supérieure ou la lame inférieure d'une paire de ciseaux qui coupe une feuille de papier »

Par analogie au problème soulevé par Marshall de la détermination de la valeur, le problème ici n'est pas de savoir si l'équilibre de la structure de financement observée est obtenu tant par les contraintes des partenaires de la firme sur les décisions des dirigeants que par l'influence des stratégies directoriales sur les préférences des autres partenaires. Il s'agit plutôt de comprendre le processus d'ajustement entre les divers intérêts des parties prenantes dans la production de la firme ; la « tautologie 3 » de la théorie de l'agence selon Jensen et Meckling (1976, p. 311 et 1994, p. 13). L'idée sous entendue est que les individus cherchent à maximiser leurs propres intérêts et que l'appropriation des quasi-rentes résultant de l'adaptation des formes organisationnelles – la structure de financement – constitue une incitation puissante[27] (« tautologie 1 », Jensen, 1983 ; Fama et Jensen, 1983, a et b).

L'objectif de cette partie est de comprendre comment, dans la théorie contractuelle des organisations, les coûts (anticipés) des contrats de financement déterminent les décisions de financement des partenaires financiers. La problématique consiste à appréhender l'incidence des variations au cours du temps des coûts des sources de financement sur la nature du financement utilisé par l'équipe de direction. Toutefois, ce dernier objet, présentant ici deux dimensions différentes, que sont la nature des titres émis et leur date d'émission, est appréhendé selon deux perspectives théoriques distinctes, équilibre des négociations entre les partenaires ou poursuite d'une stratégie personnelle par les dirigeants.

La première dimension fait référence au fait que « la théorie financière nous conditionne à réfléchir sur les décisions financières via l'analyse de la structure financière, c'est-à-dire les actifs émis pour financer les actifs de l'organisation » (Fama, 1990, b, p. 73). Ainsi, les différences entre les coûts contractuels fournissent une explication de la diversité des politiques de financement entre les entreprises. Une application traditionnelle est réalisée par Fazzari, Hubbard et Pertersen (1988) ou Smith et Watts (1992) par exemple. La seconde dimension est appréhendée en analysant les

[27] Reconnaître qu'une (ou plusieurs) des parties contractantes peut (peuvent) s'approprier les gains résultant de la réduction des coûts d'agence associés à toute relation fournit le dispositif analytique, la tautologie, qui établit des implications sur les formes des contrats qui évoluent - des agents maximisateurs minimisent les coûts d'agence dans chaque contrat. Autrement dit, il s'agit la différence anticipée de bien-être entre la mise en œuvre d'une action : " *It is the difference in expected well-offness between taking one action as opposed to another, that provides incentives and results in choice*."

décisions de financement des entreprises au cours du temps, afin de mettre en avant le rôle joué par le contexte dans lequel les stratégies des dirigeants sont mises en œuvre. L'étude de cette dimension temporelle permet d'offrir des tests empiriques alternatifs des hypothèses financières traditionnellement effectués sous formes de coupes individuelles. Si les acteurs réagissent aux évolutions, exogènes ou endogènes, des coûts de financement, alors les **mêmes** entreprises sont supposées adapter périodiquement la politique de financement. En d'autres termes, en supposant que les décisions de financement s'expliquent par le comportement des partenaires financiers visant à minimiser les coûts d'agence et que l'intensité de leurs conflits d'intérêts dépend du contexte, la nature des ressources financières de l'entreprise devrait s'adapter à la conjoncture économique, par exemple.

La première approche considère que les coûts de financement correspondent aux coûts d'opportunité des partenaires notamment financiers de la firme. Ces derniers vont déterminer les décisions de financement des entreprises. L'exploration de la littérature, de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie du compromis, permet d'identifier le coût de sélection adverse supporté par une entreprise lors d'une opération de financement externe comme un facteur suffisamment puissant pour expliquer à la fois la politique de financement d'une entreprise et les politiques de financement des entreprises sur le marché boursier. Alternativement, la seconde approche étudie comment les stratégies de financement des dirigeants, dépendantes de leurs marges de manœuvre discrétionnaire, affectent les coûts de financement que ces derniers supportent, et dans quelle mesure ses déterminants sont suffisamment puissants pour modifier la forme du financement des entreprises sur le marché boursier. La problématique permet de confronter ces deux approches successivement et d'identifier les limites attribuées à cette double perspective.

A) Décisions de financement pour les actionnaires et activité sur le compartiment primaire du marché boursier

L'asymétrie d'information est un axe fondamental dans la littérature financière. De nombreux modèles articulent les concepts financiers avec le coût de sélection

adverse pour expliquer les décisions de financement. Toutefois certaines limites inhérentes à la conception des modèles existent, plusieurs dépassements sont avancés.

Le coût de financement de l'entreprise correspond à la moyenne, pondérée par les proportions respectives des sources de financement dans la structure de financement, des coûts d'opportunité des fonds pour les actionnaires et les créanciers – correspondant au prix minimum requis par un individu pour entreprendre ou poursuivre la relation de financement. Il tient compte des pertes résiduelles liées aux relations d'agence à l'intérieur de la firme. Selon les théories contractuelles des organisations, les coûts contractuels déterminent les décisions de financement. Pour Jensen et Meckling (1976), la structure de financement permet d'équilibrer les gains liés aux investissements avec les coûts d'agence liés aux choix des modes de financement. Pour Williamson (1988) les attributs de la transaction, déterminant les coûts contractuels, influent sur le mode de *gouvernance* à adopter ; par exemple, le coût de la spécificité des actifs en cas de liquidation conduit à déterminer le mode de financement à utiliser.

En considérant que marginalement une réduction du coût d'une source de financement incite les entreprises à favoriser celle-ci, plusieurs propositions théoriques sont développées. Myers et Majluf (1984) ont construit un modèle où la décision des dirigeants d'émettre des actions dépend du coût de sélection adverse. Ainsi, une augmentation du capital de l'entreprise associée à une émission d'actions nouvelles comme mode de financement est favorisée lorsque le coût de sélection adverse sur le marché se réduit, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire que les coûts des autres sources de financement sont constants (Choe *et al*., 1993). Un moyen d'éprouver au niveau macro cette théorie est de considérer les saisonnalités de l'activité d'émissions de titres sur le marché boursier. En effet, si la réduction du coût des fonds propres liée à la sélection adverse est due à un phénomène macro, c'est-à-dire non spécifique à une entreprise particulière, des concentrations d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier devraient être anticipées durant les périodes marquées par un faible coût de financement externe.

L'analyse théorique de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier constitue l'objet du premier chapitre. L'explication des comportements de financement fondée sur le coût de sélection sur le marché boursier souffre de

nombreuses limites liées aux rôles des dirigeants dans la détermination des décisions de financement, et notamment des opportunités de croissance de l'entreprise. Dans les modélisations proposées, les dirigeants sont censés agir *in fine* dans l'intérêt de leurs actionnaires actuels. Leur rôle semble être représenté de façon réductrice dans le sens où ils devraient être passifs.

B) Politique d'investissement et de financement adoptées par les dirigeants et nature du financement sur le marché boursier

Une position alternative consiste à partir des imperfections contractuelles des politiques organisationnelles. En effet, compte tenu des divergences d'intérêts entre les partenaires financiers de l'entreprise, des coûts d'agence, réduisant la valeur de leurs patrimoines, sont censés apparaître lors des décisions d'investissement et de financement. Selon les théories contractuelles, plus l'entreprise détient des opportunités d'investissement dans son portefeuille d'actifs de l'entreprise et plus la liberté des dirigeants est large, plus les coûts d'agence sont importants. Si les dirigeants, agissant dans l'intérêt collectif, adaptent l'architecture organisationnelle afin de réduire la portée des conflits, les décisions de financement devraient favoriser les fonds propres (respectivement l'endettement) dans les entreprises en croissance (à maturité) afin de minimiser les coûts. Plusieurs raisons peuvent coexister. D'une part, les créanciers réagissant à l'évolution des caractéristiques du portefeuille d'opportunités d'investissement des entreprises peuvent être amenés à rationner le crédit (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Diamond, 1984). D'autre part, les actionnaires, réagissant à la rentabilité anticipée du portefeuille d'options peuvent être conduits à limiter les risques de sous-investissement et de surinvestissement en adaptant la nature du financement (Myers, 1977 ; Jensen, 1986).

Cependant, les variables qui influent sur le portefeuille d'opportunités de croissance (sur les dimensions proposées par les théories précédentes) devraient présenter une portée suffisamment générale pour expliquer la nature du financement dans entreprises dans l'économie. En théorie, si les options d'investissement sont déterminées sur le marché des facteurs de production, l'influence des fluctuations

économiques s'exerce probablement sur l'ensemble des entreprises. Néanmoins, si l'ensemble d'opportunités est endogène à la forme organisationnelle, le débat se déplace vers l'influence de l'environnement économique sur le fonctionnement des organisations, en requérant une explication au niveau local (sans que la causalité soit déterminée *a priori*).

Un dirigeant visant à conserver son emploi dans l'entreprise afin de détenir les droits permettant d'allouer, indépendamment des autres partenaires, les ressources dans l'organisation, peut être tenté de mettre en œuvre des politiques d'investissement et de financement différentes de celles préférées par les actionnaires et les créanciers. L'ensemble, à une date donnée, des choix d'investissement réalisables par un dirigeant – une des dimensions permettant d'appréhender la marge discrétionnaire – peut se superposer partiellement avec le portefeuille d'opportunités de croissance de l'entreprise évalué par le marché financier. Si la nature du financement est réellement une contrainte pour lui, le dirigeant est supposé entrevoir l'intérêt à modifier la nature du financement aujourd'hui afin d'augmenter ses choix d'investissements à l'avenir. D'une part, la contrainte de financement peut influer sur son comportement d'investissement (Fazzari *et al.*, 1988) et l'inciter à augmenter l'autofinancement. Les contraintes de la *gouvernance* de l'entreprise, à travers le risque de perte du contrôle de la société (en raison de l'occurrence d'une OPA ou d'une cessation de paiement[28]), peuvent l'inciter à préférer le financement par fonds propres. D'autre part, les aménagements de l'architecture organisationnelle par un dirigeant, à travers la spécificité et le risque des actifs, peuvent avoir pour objectif de limiter à l'avenir le pouvoir contraignant des partenaires financiers (Shleifer et Vishny, 1989 ; Castanias et Helfat, 1992).

Les travaux utilisant le concept de marge discrétionnaire (Jung, Kim et Stulz, 1996) ou d'enracinement (Berger, Ofeck et Yermack, 1997) se situent habituellement à un niveau d'analyse micro, dans le sens où ils visent à expliquer localement le comportement de financement d'une entreprise en particulier (voire les décisions

[28] Ces deux événements sont liés à la rentabilité actuelle de l'entreprise comparativement à celle qui serait obtenue par une des équipes concurrentes (plus la performance actuelle est élevée, moins le risque de perte d'emploi est important et plus la marge discrétionnaire est étendue).

d'émissions de titres). Afin de mettre en concurrence au même niveau d'analyse les différentes explications de la politique de financement, cette thèse cherche à déplacer le débat au niveau macro, vers le plan du marché boursier en temps qu'entité propre. Toutefois, il reste que les variables qui influent sur les coûts de financement pour les dirigeants (sur les dimensions proposées par les théories précédentes) devraient présenter une portée suffisamment générale pour avoir une incidence sur la nature du financement au niveau du secteur ou de l'économie. Tous les dirigeants d'entreprises présentes sur le marché financier sont censés effectuer des arbitrages identiques au même moment en faisant face à un environnement similaire. Bien que ce choix des niveaux d'analyse vise à améliorer la compréhension de la politique de financement des entreprises en élargissant les points de vues, il aboutit néanmoins à plusieurs limites sur le plan théorique.

C) Les limites d'une perspective double de la théorie du financement

La confrontation de ces deux perspectives théoriques souffre de deux limites. Bien que l'une étant le pendant de l'autre, les exemples présentés permettent de d'expliquer le problème. La première réside dans l'hypothèse selon laquelle les décisions des dirigeants servent à la fois l'intérêt général (des partenaires de la firme) et leur intérêt personnel. La difficulté pour les partenaires à établir et à entretenir des systèmes d'incitation et de contrôle visant à d'assurer la survie de l'organisation, semble être liée à ce que les facteurs, qui contribuent à la formation de la performance économique de l'organisation, conduisent également à diminuer l'efficacité des dits systèmes. Le prochain paragraphe présente un exemple de cette proposition. La seconde limite réside dans l'hypothèse selon laquelle les systèmes d'incitation et de contrôle des dirigeants servent à la fois l'intérêt collectif et l'intérêt personnel de certains partenaires. La difficulté pour les partenaires à établir et entretenir des systèmes efficients, semble être liée à ce que les facteurs, qui contribuent à la formation de la performance du contrôle au niveau de l'organisation, conduisent également à augmenter les risques de transferts de richesses entre les partenaires et à limiter l'efficacité des facteurs de création de valeur.

Un premier exemple est repris de Shleifer et Vishny (1997) dans leurs travaux sur les systèmes de *gouvernance* des dirigeants. Ils suggèrent (p. 747) que « les pires problèmes d'agence surviennent dans les firmes avec des opportunités d'investissement de faibles valeurs et des flux de liquidités excédentaires. » Lorsqu'une entreprise possède peu d'opportunités de croissance, mais une trésorerie excédentaire, le mode de contrôle le plus adapté semble être, selon Jensen (1986), l'endettement afin de faire « dégorger » les flux vers le marché financier[29]. D'autres supposent que le caractère formalisé et quantitatif des contrats d'endettement ne semble pas autoriser la différenciation de la qualité des projets susceptibles d'être entrepris ou créés dans l'ensemble d'opportunités. Dans ce cas, le financement par dettes financières peut engendrer une perte de valeur pour les actionnaires (Castanias et Helfat, 1992), pour les dirigeants (Ziewbel, 1996) puis pour les salariés et les clients (Moussu, 2000).

Un second exemple s'appuie sur les études réalisées sur le gouvernement des entreprises qui ont montré qu'aucun mécanisme n'est suffisant à lui seul pour assurer un fonctionnement efficace de la gestion des firmes (Charreaux, 1997). L'étude des modes de contrôle des dirigeants montre que l'activité d'un ensemble de personnes peut influer, favorablement ou défavorablement, sur l'utilité des autres partenaires. D'une part, pour Fama (1990 a), la non-duplication des coûts de contrôle entre les partenaires permet d'accroître le rendement des mécanismes de contrôle de l'activité des dirigeants. Il note (p. 583) que le taux de rentabilité requis par un individu pour participer à la firme peut être moindre lorsque les mécanismes organisationnels de la firme réduisent les coûts de transaction des agents économiques. Par exemple, lorsque l'activité du conseil d'administration réduit non seulement les coûts de la relation entre les actionnaires et leurs gestionnaires, mais aussi entre la firme et ses créanciers. Qui plus est, la complémentarité entre les mécanismes organisationnels, se définissant comme le renforcement mutuel de la contrainte ou du pouvoir coercitif de plusieurs mécanismes sur l'espace décisionnel du dirigeant, contribue à renforcer l'argument de Fama. D'autre part, les incitations d'un principal par rapport à un agent peuvent nuire aux intérêts des autres principaux. Par exemple, les actionnaires peuvent favoriser, à travers les

[29] Jensen développe plus tard une justification de la supériorité de la dette dans les nouvelles organisations américaines des années 1990. Il avance que celle-ci tient au caractère incitatif de la dette conduisant à corriger, plus rapidement que dans les firmes managériales, les inefficiences organisationnelles dues aux managers.

systèmes de rémunération et de sanction des dirigeants, des investissements risqués ou court-termistes au prix d'un transfert potentiel de richesse aux dépens des partenaires détenant une créance relativement indépendante du niveau d'activité de la firme.

Les deux chapitres de cette partie traitent dans le détail des modélisations de la politique de financement. Selon la première perspective, traditionnelle dans la littérature financière, le premier chapitre expose les conséquences de la sélection adverse sur la gestion financière des émissions d'actions afin de présenter l'hypothèse selon laquelle les choix de financement s'adaptent, sur l'initiative des partenaires financiers autres que les dirigeants, afin de minimiser les coûts d'agence (d'asymétrie d'information entre les actionnaires existants et les investisseurs potentiels). De plus, le premier chapitre s'interroge sur le degré avec lequel les motivations des actionnaires peuvent conduire à des fluctuations de l'activité primaire sur le marché boursier, ce qui laisse penser que ces motivations s'expriment au niveau du système (la nature des organisations). Selon la seconde perspective, traditionnelle dans la littérature organisationnelle, le second chapitre présente l'hypothèse selon laquelle les choix de financement résultent de l'émergence et de la poursuite d'une stratégie individuelle des dirigeants. En associant la marge discrétionnaire des dirigeants aux décisions modelant l'architecture organisationnelle à l'ensemble des opportunités créées, ce chapitre étudie les différentes stratégies des dirigeants qui les poussent à choisir une politique de financement, et qui soient susceptibles d'expliquer l'activité d'émissions d'actions au niveau du marché boursier.

Chapitre 1 : Modélisations des décisions de financement par fonds propres externes et de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier fondées sur les coûts de financement liés à la sélection adverse

SIR THOMAS GRESHAM, 1558, *Enquête sur la chute du change*, :

« Lorsque deux monnaies circulent concurremment, dont le rapport de valeur légale est différent du rapport réel, la monnaie surévaluée ou 'mauvaise monnaie' chasse la bonne. »

Les relations contractuelles entretenues par les partenaires d'une firme sont supposées avoir pour principal objet de créer une valeur économique, un gain à l'échange. Selon les tenants de la théorie de l'agence, il est de leurs intérêts d'allouer les fonctions de gestion aux individus dotés de la connaissance spécifique à l'organisation et les fonctions de financement aux individus assumant le risque (propriété des droits résiduels) en échange du gain résiduel (hypothèse de Fama et Jensen, 1983 a et b). Toutefois, dans une telle architecture organisationnelle, les actionnaires peuvent s'avérer incapables, en raison de l'incomplétude contractuelle, de discerner la qualité des titres proposés en échange de fonds lors d'appels à l'épargne public des entreprises. L'information privée nécessaire à l'évaluation du portefeuille d'actifs de l'émetteur peut ne pas être révélée d'une manière crédible au marché. Dès lors, « les mauvais titres chassent les bons », ce que la théorie contractuelle présente sous le concept de sélection adverse. Les propositions soutenues par Akerlof (1970) concernant l'impact des imperfections informationnelles sur les relations contractuelles sont reprises par Myers et Majluf (1984) dans leur théorie du financement « hiérarchique ». Cette approche du jeu organisationnel entre les dirigeants et les actionnaires présente l'avantage d'être dynamique ; les coûts contractuels déterminent les comportements et réciproquement. La stratégie des investisseurs – actionnaires potentiels – consiste à protéger leurs intérêts d'une mauvaise sélection des titres offerts. La stratégie des dirigeants consiste à maximiser la valeur de la firme, sous-entendu, la valeur des actions détenues par les actionnaires actuels en minimisant les coûts contractuels de financement. D'où l'existence d'un conflit potentiel entre actionnaires actuels et potentiels.

L'interaction de ces stratégies, au niveau des individus, peut conduire à des concentrations des émissions d'actions sur le marché boursier, c'est-à-dire au niveau macro. La pierre angulaire de la démonstration est constituée par l'idée selon laquelle les conséquences de la sélection adverse sur les décisions de financement évoluent dans le temps, et que les causes non spécifiques aux émetteurs en particulier créent des fluctuations de l'activité d'émission de nouveaux titres de capital sur le marché boursier.

L'étude de la littérature financière suggère que l'origine des variations du coût de financement se situe à deux niveaux d'analyse distincts. Elles sont liées soit aux variations du degré d'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs, soit à

l'évolution de l'écart relatif entre la valeur réelle[30] et la valeur de marché des actifs ; ces deux propositions n'étant pas exclusives l'une de l'autre. En premier lieu, au niveau de la firme, le choix de réaliser une augmentation de capital par émission d'actions dépend fondamentalement du niveau d'asymétrie dans l'information détenue par les dirigeants comparativement aux investisseurs potentiels selon les modèles de Dierkens (1991) et de Korajczyk, Lucas et McDonald (1992) et de leurs applications empiriques (Korajczyk, Lucas et McDonald, 1991 ; Manuel, Brooks et Schadler, 1993). Selon cette branche de la littérature, le niveau d'information détenue par les investisseurs déterminant leur réaction à l'annonce d'une émission, donc le cours de bourse de l'action, une saisonnalité de l'activité du compartiment primaire du marché boursier peut trouver son origine dans l'incitation des dirigeants à émettre après les publications d'informations financières, principalement en raison de leur périodicité légale. En second lieu, l'approche au niveau macro consiste à considérer que le degré d'asymétrie informationnelle propre à chaque entreprise est fondamentalement stable puis à soutenir l'idée selon laquelle les décisions de financement par fonds propres externes dépendent de l'écart entre l'évaluation des actifs par les dirigeants et celle des actionnaires. Lucas et Mc Donald (1990) émettent l'hypothèse que les dirigeants ont un comportement actif en cherchant à profiter, pour le placement de nouvelles actions, d'une surévaluation temporaire des actifs non liée au processus d'arrivée des informations sur le marché, c'est-à-dire indépendante du degré d'asymétrie informationnelle. Selon eux, une corrélation entre l'indice boursier du prix des actions et l'activité d'émissions de titres sur le marché en est la conséquence et non la cause. Selon Choe *et al*. (1993), cette hypothèse conduit aussi à des co-mouvements entre le cycle d'affaires et l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier. Pour Bayless et Chaplinsky (1996), les mouvements de l'activité d'émissions sont autonomes. Enfin, cette hypothèse du comportement actif des dirigeants est reprise par Loughran et Ritter (1995) afin d'expliquer la sous performance à long terme des émetteurs comparativement à des entreprises non émettrices pour des opérations réalisées durant des périodes « chaudes » sur le marché primaire.

[30] Définie comme la valeur socialement reconnue des flux futurs générés par les actifs de l'entreprise, dans la situation idéale d'informations parfaites.

L'objectif de ce chapitre est de faire état des hypothèses, liées au concept de sélection adverse (section 1), apportées par les recherches antérieures au concept des concentrations d'émissions d'actions sur le marché boursier (section 2).

Section 1 : Les coûts de financement par fonds propres liés au phénomène de sélection adverse

Dans le paradigme contractuel, le coût des fonds propres des entreprises devrait être composé du taux de rentabilité requis par les investisseurs auquel s'ajoute un coût de transaction lié à leurs relations avec les entreprises. Outre les coûts directs supportés lors d'émissions (commission des intermédiaires financiers), les coûts de transaction sont pré et post contractuels, liés aux imperfections informationnelles et au caractère limité de la rationalité des individus, elles-mêmes liées à l'incomplétude contractuelle. Cette section poursuit l'objectif de définir la composante liée au coût de sélection adverse du coût de financement par augmentation de capital sur le marché financier (sous-section A), puis d'expliquer en quoi la politique de financement suivie par l'entreprise est une réponse supposée optimale à ce problème informationnel[31] (sous-section B). En d'autres termes, elle présente comment un comportement cohérent des acteurs avec l'existence d'informations asymétriques permet d'expliquer le déroulement du jeu consistant à émettre des actions (Dierkens, 1991, p. 194).

A) Modélisation de la sélection adverse sur les marchés financiers

Dans un cadre statique, en moyenne, le choix de souscrire à une augmentation de capital est contraire aux intérêts des investisseurs (Myers et Majluf, 1984). En théorie, les imperfections informationnelles sur le marché financier (§1), rendant inadéquate l'utilisation de la théorie classique pour la gestion financière de la firme, engendrent l'existence d'une prime de financement, supportée par l'émetteur aux profits des investisseurs, destinée à assurer une sélection optimale des titres *ex ante* (§2). Cette prime – une hausse du taux de rentabilité ou une décote de la valeur des actions – est censée couvrir le risque de sélection adverse pour les investisseurs.

[31] C'est-à-dire une évolution efficiente des relations contractuelles entre elle et ses partenaires financiers tel que l'aménagement intentionnellement ou spontanément mis en œuvre participe à la maximisation de la valeur des actions ou à la minimisation des coûts d'agence.

1/ De l'information asymétrique …

Les investisseurs, en tant qu'acheteurs anonymes d'actions sur le marché, sont censés effectuer un arbitrage entre le prix de vente d'une action et le montant cumulé des flux monétaires actualisés à un taux ajusté au risque auxquels celle-ci donne droit. Les seules informations « gratuites et disponibles » pour tous les investisseurs sont le prix de souscription de l'action à émettre et le cours coté de l'action. L'estimation des flux de revenus associés à la détention de l'action s'effectue grâce aux traitements d'informations de nature économique, financière et organisationnelle sur la firme et son environnement. En raison de la rationalité limitée des individus, la quantité d'information disponible, son coût d'obtention et les coûts d'acquisition des connaissances viennent limiter l'intérêt d'un traitement, dans les modèles. Plus l'information est complexe, plus son transfert et son traitement nécessitent de ressources supplémentaires, et plus son utilité marginale décroît. La notion d'asymétrie d'information caractérise la situation dans laquelle les parties liées contractuellement, ou désirant l'être, présentent des aptitudes (cognitives) différentes à recevoir ou à traiter l'information[32]. La notion de perte résiduelle fait référence à la possibilité qu'à l'égalité du coût marginal et l'utilité marginale d'une information supplémentaire, les gains d'une transaction, nets de coûts, ne soient pas totalement évalués par rapport à une situation parfaite. En conséquence, un gain à l'échange moindre est anticipé (par rapport à l'optimum de premier rang)[33]. Les parties maximisant leurs utilités cherchent à réduire

[32] La définition retenue considère donc deux dimensions : la disponibilité de l'information et les capacités cognitives des acteurs. Le déséquilibre informationnel entre les dirigeants et les autres partenaires est inhérent à la séparation fonctionnelle de la gestion et de la propriété dans les firmes modernes. Dans la mesure où les dirigeants sont nommés en raison de leurs compétences, il s'ensuit qu'ils sont mieux à même de traiter l'information spécifique de l'organisation que les autres partenaires. Akerlof (1970, p. 489) remarque que l'asymétrie dans l'information disponible s'accroît dans le temps en raison même de l'usage du bien par le vendeur. Cette idée peut être approchée du concept de Williamson (1985) de transformation des attributs d'une transaction dans le temps ; selon ce dernier, une transaction effectuée dans une situation concurrentielle et avec information parfaite tendra vers un monopole bilatéral avec information asymétrique entre les parties *ex post*.

[33] Jensen et Meckling (1976, p. 81) : « si les parties de la relation maximisent leurs utilités respectives il y a de bonnes raisons de croire que l'agent n'agira pas toujours pour le meilleur intérêt du principal…il est généralement impossible pour le principal ou l'agent, à un coût nul d'assurer que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du principal…l'équivalent monétaire de la réduction dans le bien-être obtenu par le principal en raison de cette divergence est aussi un coût d'agence…la perte résiduelle… ».

les coûts du déficit informationnel, notamment à partir de l'étude du comportement des autres joueurs.

2/ …à la sélection adverse :

Après avoir présenté les comportements des agents lorsque l'information est asymétrique, ce paragraphe présente une discussion sur les évaluations du coût de sélection réalisées dans la littérature financière, et conclut avec diverses remarques.

La sélection adverse est un phénomène de tirage non aléatoire dans une population, existant dans tous les contrats où il existe un déséquilibre informationnel entre les parties avant la décision de contracter. L'idée est que la sélection d'un vendeur est déterminée dans un sens où elle est contraire aux intérêts de l'acheteur, dont la réalisation de la transaction réduit la richesse (Milgrom et Roberts, 1992). Deux conséquences sur le comportement des individus « maximisateurs » sont prévisibles :

- L'acheteur, n'étant pas en mesure de déceler la valeur exacte de l'actif qu'il veut acquérir, modifie son comportement (le prix offert) pour se prémunir du risque d'obtenir un bien dont la valeur intrinsèque est inférieure à son estimation, la valeur de marché étant inférieure ou égale à sa valeur d'utilité. Le prix de marché reflète les anticipations des investisseurs à propos de la qualité moyenne des services rendus par les agents en l'absence de mécanismes permettant de différencier leurs qualités intrinsèques. Ils offrent un prix moyen.
- Le vendeur, jugeant la valeur d'échange de l'actif qu'il détient sur le marché inférieure à sa valeur d'utilité, modifie son comportement, et décide de sortir du marché. Les agents restants sur le marché signalent que leurs produits sont de mauvaise qualité.

La transposition de ce schéma dans une optique financière a été réalisée par Myers et Majluf en 1984. Le comportement des dirigeants consistant à cacher des informations aux investisseurs ou leur méconnaissance de celles-ci, sont à l'origine de la présence de coûts liés à la sélection adverse sur les marchés financiers. Le risque de sélection adverse pour un investisseur est la probabilité de souscrire à une augmentation

de capital dont la valeur cotée des actions proposées est supérieure à la valeur réelle. Celui-ci s'accroît avec la proportion d'agents de mauvaise qualité dans la population totale. Par contre, la divulgation d'informations sur la rentabilité des entreprises ou sur leur environnement réduit le coût de sélection adverse en modifiant l'estimation de la proportion d'agents ayant un comportement déviant[34]. Les investisseurs, mieux informés, sont plus à même d'évaluer la productivité des agents et par conséquent la valeur moyenne ; Akerlof (1970) parle de statistiques, comme un argus de cotation, pour cette notion. En théorie, la perte résiduelle définie par Jensen et Meckling (1976, p. 81) tient compte du coût de sélection adverse. Lucas et McDonald (1990) l'évaluent à partir de la perte de valeur liée au sous-investissement par rapport à la situation avec information parfaite. Dans la plupart des études empiriques, et marginalement, le coût de sélection adverse correspond à la révision de l'évaluation boursière de la société suite à l'annonce d'augmentation de capital. Celui-ci est estimé par le taux de rentabilité anormal des cours boursiers lors de l'annonce d'une émission de titres financiers (Asquith et Mullins, 1986, *etc*).

En conclusion, le concept d'asymétrie d'information est présent dans les théories contractuelles car il est inhérent à la nature de l'organisation des entreprises et des marchés ; aussi le phénomène de sous-évaluation des titres lors des augmentations en découlant constitue-t-il un coût susceptible d'influencer les décisions de financement. Les définitions fournies ici appellent toutefois certains commentaires. Même si dans les études américaines sur les émissions d'actions, l'effet prix de l'annonce l'a emporté, en termes de succès de diffusion des publications, sur l'effet quantité de la sélection adverse, des propositions concernant les fluctuations des quantités d'actions émises sur le marché sont présentes dès les premières études (objet de la section suivante). Ensuite, les théories de la sélection adverse fonctionnent sur des postulats remis en cause par des théories plus récentes. Parmi eux, le plus discuté à l'heure actuelle est l'objectif supposé de l'activité des dirigeants : leurs actions sont tournées vers la maximisation de la valeur des actions. En effet, la prévision « la sortie du marché des bonnes firmes » est fondée sur l'hypothèse que le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires existants avant la

[34] Par ailleurs, la divulgation d'informations privées au public peut conduire à un accroissement temporaire de l'asymétrie d'information dans la mesure où certains agents traitent plus rapidement que d'autres l'information.

réalisation de l'augmentation de capital. Myers et Majluf (1984) notent que celle-ci devrait être testée. Récemment, les travaux de Zweibel (1996), Jung, Kim et Stulz (1996), et de Berger, Ofeck et Yermack (1997) entre autres, visent à expliquer les choix de financement et les fluctuations de l'activité du compartiment primaire du marché boursier en revenant sur les hypothèses comportementales des dirigeants (présentées dans le chapitre suivant).

B) Décisions d'émission et choix de politiques de financement déterminées par les coûts de financement

La politique de financement de la firme est supposée résulter des stratégies optimales des partenaires financiers face aux problèmes informationnels, cherchant à maximiser les gains de la relation de financement ou à minimiser les coûts d'agence. La décision d'émettre ou pas des actions dépend des valeurs des actifs détenus par l'entreprise et de leur évaluation par les investisseurs ; c'est-à-dire que les décisions des dirigeants sont contraintes par les coûts contractuels. En général, pour les modèles apparentés à celui de Myers et Majluf (1984)[35], le critère de décision d'émission est relativement simple car il correspond à une comparaison entre les flux de liquidités du projet relativement à son coût, et le rapport de la valeur réelle des actifs en place avec la valeur de marché de l'entreprise. Si le premier terme est supérieur au second, le dirigeant doit émettre des actions nouvelles et investir dans son projet afin de maximiser la richesse des actionnaires (cf. *infra* Équation n° 4). Une version simplifiée de la modélisation de Choe et *al.* (1993) est proposée afin de mettre en avant la forme et les conséquences de la sélection adverse d'une part sur la décision d'émettre des actions (§1), d'autre part, sur la politique de financement de l'entreprise (§2). Cette formalisation est retenue car elle sera enrichie dans la deuxième partie avec l'intégration des fluctuations économiques.

[35] Bien que largement vulgarisé dans les ouvrages, leur modèle est présenté en annexe n° 1 car il est remanié afin de l'adapter aux fluctuations économiques.

1/ La formalisation simplifiée de Choe et al. (1993) : décision d'investissement et de financement

La démarche utilisée est celle proposée par Myers et Majluf (1984) consistant en un jeu entre les dirigeants – qui possèdent une information – et les investisseurs sur le marché des actions – que ces derniers ne possèdent pas. Les investisseurs sont supposés obtenir *ex ante* leur taux de rentabilité requis sur investissement en parvenant à évaluer correctement en moyenne toutes les entreprises. Les dirigeants connaissant la valeur des actifs, réelle et cotée, en déduisent une stratégie à suivre en matière d'émission d'actions. La principale proposition du modèle est qu'en raison de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs concernant la valeur des actifs de l'entreprise, certaines entreprises peuvent être amenées à ne pas investir dans des projets créateurs de valeur afin de maximiser la richesse des actionnaires existants.

La valeur d'une firme de qualité ' i ' est composée de la valeur de ses actifs en place de valeur V(i) et d'un projet d'investissement dont les flux anticipés sont valorisés à G ; soit le prix de la firme P(i) = V(i) + G. V(i) est une fonction croissante de la qualité de la gestion de l'entreprise, i $\subseteq$[0,1], plus i est élevé plus la qualité est bonne ; i est distribué suivant une fonction f(i) et une fonction cumulée F(i). G est indépendant de la qualité de la firme et de la réalisation de l'environnement. De plus G > I, le coût de l'investissement ; quelle que soit l'activité économique, le taux de rentabilité est positif, et donc le projet n'est pas risqué. L'asymétrie d'information porte exclusivement sur la valeur des actifs en place V(i) – provenant du fait que seul le dirigeant connaît la qualité de la firme – et non sur G. Le prix d'émission des actions P_E est déterminé par les investisseurs comme la moyenne de la valeur des actions sur le marché. Il est égal à la valeur anticipée des actions des entreprises émettrices afin d'annuler le coût de sélection adverse. f(i) correspond aux pondérations dans la moyenne des valeurs V(i), c'est-à-dire la probabilité d'acquérir des actions d'une entreprise de qualité 'i'.

Équation n° 1

$$P_E = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} V(i) f(i) di + G = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} P_E(i) f(i) di$$

Le dirigeant doit prendre la décision suivante : faut-il émettre des actions pour financer l'investissement lorsqu'aucun autre moyen de financement n'est disponible ? Deux solutions sont possibles dans ce jeu. Il peut vendre une partie du capital augmenté, α, sur le marché financier, au prix P_E, tel que $\alpha.P_E = I$. Dans ce cas, la firme peut supporter le coût de la sélection adverse (P_E peut être inférieur à $P_E(i)$, le prix d'émission choisi par les actionnaires actuels de la firme 'i'). Soit, en absence de possibilité de financement, l'entreprise est contrainte d'abandonner le projet. La valeur des actions existantes, S, de la firme 'i' dans les deux cas est représentée par les équations n° 2 et n° 3.

Équation n° 2 $S = V(i)$

Équation n° 3 $S = (1-\alpha)\,[V(i) + G]$

Dans l'intérêt des actionnaires passifs existants, le dirigeant effectue un arbitrage afin de maximiser S. Ceux de la firme ' i* ' sont, par définition, indifférents à la décision d'investissement - financement lorsque la valeur de leurs actions est identique selon les deux options représentées par les équations n°2 et n°3. Soit une fois arrangées avec les termes P(i*) et α :

Équation n° 4 $\frac{P(i^*)}{P_E}[I] = G$;

La signification de cette Équation n° 4 est la suivante :

- Le terme de droite représente la valeur des flux du projet et celui de gauche le coût de financement par fonds propres de l'investissement. Lorsque ces deux termes sont égaux (la firme 'i*'), la richesse des anciens actionnaires est neutre vis-à-vis de la stratégie investissement-financement adoptée par le dirigeant. Les investisseurs obtiennent une part de la valeur réelle [G/P(i*)] identique au pourcentage de leur participation (α ou I/P_E).

- Pour une firme 'i' de valeur V(i) inférieure à la valeur de la firme 'i*', *i.e.* $i < i^* \Leftrightarrow P(i) < P(i^*)$, la richesse des anciens actionnaires dans le cas d'une émission et d'un

investissement – Équation n° 3 – est supérieure à la valeur des actions lorsqu'il n'y a pas d'investissement – Équation n° 2. Inversement pour le cas i > i*. Ce sont les conclusions du modèle de Myers et Majluf (1984), où les dirigeants des firmes de bonne qualité décident de ne pas investir pour protéger la valeur du patrimoine de leurs actionnaires.

- Comme $P(i^*)>P_E \Rightarrow \frac{P(i^*)}{P_E}[I] > I$, le prix de l'investissement par financement externe est supérieur au coût de l'investissement en raison des imperfections informationnelles. Le coût de sélection adverse est endogène dans le sens où il dépend de la distribution (le nombre) de firmes choisissant d'émettre des actions à un moment donné.

L'intérêt de ce modèle est de montrer que le coût de sélection adverse subi par les entreprises lorsqu'elles entrent en relation avec des investisseurs extérieurs sur le marché primaire financier peut être supérieur à la valeur créée par un projet, et ainsi conduire à son abandon si le décideur maximise la richesse de certains partenaires. Berkovitch et Narayanan (1993) soulignent que ce modèle explique non pas les décisions de financement, mais la décision d'investissement. La version suivante du modèle introduit une alternative de financement des entreprises (la dette) en considérant que l'investissement est toujours réalisé.

2/ Le modèle avec deux sources de financement

L'objet d'étude est appréhendé par la nature des titres émis par le dirigeant pour couvrir le besoin de financement de l'entreprise. Celui-ci est amené à prendre la décision suivante : quel type de titres émettre pour financer l'investissement : des titres de propriété ou des titres de créances ? Il peut décider de souscrire de la dette pour le montant de l'investissement ; auquel cas les créanciers font supporter à la firme le coût

probable d'une substitution d'actifs[36], πX. Le dirigeant peut vendre une partie du capital augmenté, α, sur le marché financier, au prix P_E, tel que $\alpha.P_E = I$; la firme supportant un coût de sélection adverse. Il est supposé que le taux d'intérêt est nul et que $G > I + \pi X$, la rentabilité du projet est supérieure au coût de l'investissement financé par fonds empruntés. L'équation fournissant le prix d'émission des actions P_E ne change pas (Équation n° 1). La valeur des actions existantes, S, de la firme i en fonction du mode de financement choisi est représentée par les équations suivantes.

Équation n° 5 $S = V(i) + G - I - \pi X$ (financement par endettement)

Équation n° 6 $S = (1-\alpha)\,[V(i) + G]$ (financement par augmentation du capital)

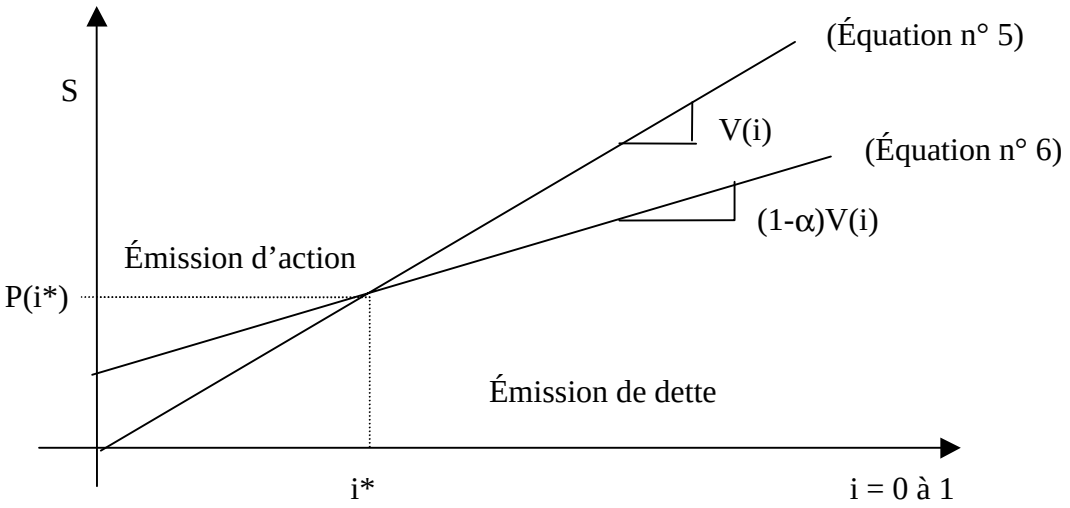
Le dirigeant effectue un arbitrage entre les coûts de financement afin de maximiser S. Cela revient, à l'instar de Myers et Majluf (1984), à supposer que le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires passifs existants. Contrairement au modèle de ces derniers, ici la valeur du projet n'est pas perdue lorsque le mode financement par émission d'actions n'est pas choisi, puisque par construction $G-I-\pi X$ est toujours positif. Les actionnaires de la firme d'équilibre 'i*' sont indifférents à la source de financement choisie si la valeur des actions en fonction de l'option choisie est identique. L'Équation n° 4 devient :

Équation n° 7 $\frac{P(i^*)}{P_E}[I] = I + \pi X$;

Le terme de droite de l'Équation n° 7 représente le coût de l'investissement avec un mode de financement par fonds empruntés, et celui de gauche, le coût de l'investissement avec un mode de financement par fonds propres. Les remarques effectuées précédemment restent valides.

[36] Compte tenu de la forme des contrats de financement proposés, l'entreprise est incitée à substituer un investissement plus risqué à celui prévu dans les contrats, car cela engendre un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires. Compte tenu de l'incomplétude des contrats et de l'asymétrie d'information, il est impossible d'éliminer tout risque d'opportunisme du dirigeant. Les créanciers intègrent le coût de ce risque dans le coût de transaction avec l'emprunteur. Ce coût d'agence est nécessaire dans le modèle afin qu'une partie des entreprises choisissent le mode de financement par actions.

Graphique n° 2 : Valeur des actions et choix du mode de financement.



Les prédictions issues du modèle sont représentées dans le Graphique n° 2. La valeur des actions S est maximisée si le dirigeant émet des actions lorsque i < i* , ou s'il émet des obligations lorsque i > i*. En d'autres termes, si i < i*, le dirigeant doit émettre des actions pour le financement de son investissement, car le coût de celui-ci est inférieur au coût de la dette en raison d'un transfert de richesse des nouveaux investisseurs vers les actionnaires actuels. À l'annonce d'une émission d'actions, le marché prend connaissance que la valeur de la firme devient inférieure à celle de l'entreprise indifférente 'i*', puisque, précédemment à l'émission, elle est considérée par le marché comme étant de valeur supérieure. Cela signale au marché que la valeur de la firme indifférente à la source de financement est plus faible, ce qui réduit le prix moyen P_E offert sur le marché, et accroît le coût de l'investissement après financement.

* * *

* *

*

Après un bref rappel des conclusions, trois principales limites de l'approche développée sont présentées. En résumé, l'hypothèse d'un coût de sélection adverse dans les relations de financement conduit les investisseurs à inférer des informations à partir du comportement de financement de l'entreprise, dans le sens où les transactions sont motivées par la détention d'informations privées par les dirigeants. Leur stratégie de

protection des actionnaires potentiels contre le risque de sélection adverse conduit à augmenter le coût des fonds propres externes des émetteurs, en réduisant l'évaluation du bien acquis et en réagissant négativement à l'annonce d'émissions. La première limite porte sur le rôle des dirigeants dans cette théorie. Celui-ci est relativement restreint puisqu'il consiste à profiter, au nom des anciens actionnaires, d'une surévaluation des actifs de l'entreprise conduisant à un conflit d'intérêts entre les actionnaires existants et potentiels. L'offre de nouveaux titres de capital sur le marché signifie que les dirigeants estiment les flux à obtenir d'un projet supérieurs à ceux offerts aux nouveaux actionnaires *via* leur part des actifs en place. La deuxième limite tient à la réaction des joueurs à une évolution exogène de l'environnement. Plusieurs paramètres du modèle sont susceptibles d'être affectés par les fluctuations macro-économiques (le risque, le prix d'émission, la valeur des actifs…). L'intérêt du modèle simplifié de Choe *et al.* (1993) sera de faciliter l'introduction d'une composante exogène liée aux fluctuations économiques. Enfin, la troisième limite est liée à la stabilité dans cette section du degré d'asymétrie informationnelle. Que se passe-t-il lorsque celui-ci évolue, lorsque le coût de sélection adverse fluctue dans le temps ? Le déroulement séquentiel du jeu de financement entre les partenaires de la firme peut être détaillé, afin de montrer que les conséquences des imperfections informationnelles sur la nature du financement de la firme et leur caractère dynamique peuvent conduire à des concentrations des émissions dans le temps. La section suivante propose de dépasser cette dernière limite.

Section 2 : Les décisions individuelles de financement à l'origine des fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier

Les opérations de financement des entreprises par émissions de nouveaux titres se rencontrent sur le compartiment primaire du marché boursier pour former l'offre de titres. Selon le schéma explicatif proposé dans l'introduction (Figure n° 2), il convient d'identifier les déterminants du coût de financement pour l'entreprise afin d'analyser le niveau macro. Cette hypothèse est illustrée par les propos de Dierkens (1991, p. 196), « toutes choses égales par ailleurs, si le coût d'émission d'actions augmente avec l'asymétrie d'information entre l'entreprise et le marché, et si le degré d'asymétrie fluctue dans le temps, alors les entreprises devraient prévoir leur annonce d'émissions d'actions lorsque leur asymétrie information est relativement faible »[37]. L'auteur conclut en proposant des stratégies optimales pour les acteurs. La stratégie maximisant la valeur pour les actionnaires consiste à annoncer publiquement la réalisation d'une augmentation de capital lorsque les dirigeants anticipent un coût de financement faible. Leurs politiques de financement sont encadrées par les décisions des investisseurs sur le marché primaire des actions. La stratégie de ces derniers consiste à réagir en termes de quantités et de prix aux décisions prises par les dirigeants de manière à arbitrer entre les entreprises. Cela tend à soutenir l'idée suivant laquelle les dirigeants parviennent à profiter d'une fenêtre d'opportunité pour assurer le placement des fonds propres au moindre coût. Souvent, les travaux de recherche abordent le problème selon cet angle individuel.

La prise en compte du temps dans la définition de la problématique permet d'appréhender une dimension supplémentaire, au-delà de la nature des titres émis, du comportement de financement des entreprises car la date de réalisation d'une émission de titres, conditionne le contexte ambiant subi lors de la décision. La recherche proposée ici s'interroge sur la manière dont l'émission de l'entreprise s'insère dans le volume d'activité primaire sur le marché boursier à l'instar de Bayless et Chaplinsky (1996) et Dereeper (1999).

---

[37] *"all other things equal, if the cost of the equity issue increases with the information asymmetry of the firm, and if the information asymmetry fluctuates in times, firms should time their equity issues announcement when their information asymmetry is relatively low"*

En effet, l'analyse exclusive de l'activité sur le compartiment primaire présente certains intérêts. D'abord, le degré de réceptivité du marché aux émissions d'actions et ses déterminants peuvent être appréciés indépendamment des caractéristiques des émetteurs[38]. Ensuite, cette approche vise à faciliter la compréhension de l'influence des facteurs institutionnels ou macro-économiques sur les décisions individuelles globalement. Au total, quelles sont les incitations liées aux économies de coûts informationnels de financement poussant les dirigeants à choisir, simultanément, un financement par fonds propres externes ? Pourquoi la réceptivité du marché à de nouvelles émissions d'actions varie-t-elle dans le temps ?

Cette section soutient la proposition selon laquelle les concentrations d'émissions d'actions – périodes marquées par un volume d'émissions important sur le compartiment primaire du marché boursier – trouvent leur origine dans l'interaction des comportements des individus sur le marché. Qui plus est, celles-ci devraient dépendre du degré de spécificité à l'émetteur du choc affectant le rapport entre valeur réelle et valeur de marché des titres[39].

L'activité primaire sur le marché peut être représentée par la répétition, au niveau macro, d'un jeu séquentiel, réalisé au niveau micro ; les fluctuations d'activité sont alors les conséquences des arbitrages réalisés par les émetteurs et les investisseurs. Le processus de réalisation d'une augmentation de capital d'une société cotée correspond à une suite ordonnée dans le temps des actions des joueurs, dans ce modèle. La réaction de chacun est supposée dépendre des décisions prises antérieurement par les autres, de leur perception de l'évolution des coûts de leur relation contractuelle. Les travaux académiques s'inscrivent approximativement dans deux logiques pour expliquer les fluctuations d'activité sur le compartiment primaire selon le degré supposé d'interaction des stratégies individuelles et les concentrations d'émissions au niveau du

[38] Si l'hypothèse d'atomicité est respectée, le nombre d'opérations est important et chacune est de taille relativement faible.

[39] Sans présenter formellement le modèle, les arguments présentés ici proviennent essentiellement de l'article de Lucas et McDonald « *Equity Issues and Stock Prices Dynamics* » paru en 1990 dans le *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1019-1043.

marché boursier en fonction du caractère spécifique à l'émetteur du choc affectant les valeurs réelle et de marché des titres (composantes du coût de sélection adverse).

- D'abord, la saisonnalité des fluctuations à court terme de l'activité primaire est supposée liée à la périodicité des annonces de résultats et de dividendes des firmes (Korajczyk, Lucas et McDonald, 1991 ; 1992 ; Dierkens, 1991 ; Manuel, Brooks et Schadler, 1993).
- Enfin, les émissions sont supposées être concentrées durant la réalisation d'une phase haussière sur le marché ; ce qui équivaut à supposer que les directions d'entreprises préfèrent vendre leurs papiers dans une conjoncture boursière globalement favorable. (Lucas et McDonald, 1990 ; Berkovitch et Narayanan, 1993 ; Choe, Masulis et Nanda, 1993 ; Loughran et Ritter, 1995 ; Bayless et Chaplinsky, 1996).

Les deux premières sous-sections suivantes présentent successivement ces deux hypothèses. La dernière sous-section synthétise les différents arguments afin de proposer une modélisation des fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier.

A) La répétition d'un jeu séquentiel : l'effet saisonnier

En considérant une asymétrie d'information entre les firmes et leurs investisseurs variable dans le temps, les dirigeants sont supposés émettre leurs titres lorsque le coût du déficit informationnel avec le marché est le plus faible. Korajczyk, Lucas et McDonald (1991) émettent l'hypothèse que le niveau d'asymétrie informationnelle s'accroît lorsque le temps passe, augmentant le coût de sélection adverse De surcroît, celui-ci devrait se réduire lorsque le marché est mieux informé, avec le traitement des informations récentes. Un moyen d'approvisionnement du marché en informations spécifiques détenues par les dirigeants est constitué par les présentations périodiques des résultats d'exploitation et de bénéfices des sociétés. Le niveau d'asymétrie se réduisant périodiquement à leur publication, la théorie suggère

que les dirigeants ont tendance à procéder aux émissions de titres quelques jours après ces annonces[40].

La confrontation empirique de cette hypothèse conduit à comparer les distributions du nombre d'émetteurs, avant et après les réalisations, puis à tester le niveau « d'informativité » des annonces précédentes. L'étude empirique menée par Dierkens (1991) confirme que les émissions d'actions sont programmées après les annonces de résultats en raison, semble-t-il, de la faiblesse de la réaction moyenne des cours à leurs annonces par rapport aux opérations réalisées avant les publications de résultats. La variance résiduelle des taux de rentabilité anormaux – estimateur de l'asymétrie informationnelle – semble être plus faible pour les émissions réalisées juste après les révélations d'informations[41]. Selon Lucas et Mc Donald (1990), et Korajczyk *et al.* (1991, 1992), l'émetteur supporte un coût, dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, lorsque la probabilité d'évaporation d'un projet entre sa date d'arrivée et la date de publication des résultats est positive. Manuel *et al*. (1993) proposent d'estimer le niveau d'asymétrie informationnelle en analysant les réactions du marché après les annonces respectivement des dividendes et des résultats comptables.

La proposition selon laquelle les dirigeants décident de procéder aux émissions lorsque les coûts informationnels sont faibles mais que l'entreprise est globalement surévaluée est supportée par les études empiriques qui mettent en évidence une baisse de la performance après l'émission. Jain (1992), Brous (1992), et Manuel *et al*. (1993) trouvent une réduction des bénéfices et dividendes par action anticipés par les investisseurs et annoncés par l'émetteur dans le court terme après l'annonce d'émission. Pour leur part, Asquith et Mullins (1986) et Loughran et Ritter (1995) trouvent une sous performance de l'émetteur à long terme.

---

[40] Selon ces auteurs, pour que les firmes aient un intérêt à attendre la publication d'informations, il est nécessaire que les révélations soient suffisamment informatives. Si, périodiquement, l'asymétrie informationnelle disparaît, le coût de sélection adverse disparaît. En outre, plus les révélations sont importantes, plus la saisonnalité est marquée.

[41] Cette étude met aussi en évidence une relation négative entre le degré d'asymétrie d'information et le rendement anormal des titres d'un émetteur d'actions – estimateur du coût de sélection adverse. Ses résultats n'infirment pas l'hypothèse selon laquelle les firmes programment leurs annonces d'émissions quand l'asymétrie d'information est relativement peu élevée.

Les fluctuations de l'activité d'émissions d'actions sur le marché proviennent de la nature simultanée et commune à la plupart des firmes du processus d'arrivée d'information sur le marché, créant des variations du niveau de l'asymétrie informationnelle spécifique entre chaque firme et ses investisseurs. Néanmoins, elles peuvent en être indépendantes.

B) La répétition d'un jeu séquentiel : association entre l'activité sur le compartiment primaire et le cycle des cours sur le marché boursier

L'hypothèse selon laquelle les dirigeants n'émettent pas lorsque les entreprises sont sous-évaluées conduit à ce qu'une phase de hausse des cours devrait précéder une augmentation de l'activité d'émissions, c'est-à-dire un co-mouvement décalé. Le modèle de Lucas et McDonald (1990) fournit une explication théorique robuste du phénomène de concentration des émissions après une hausse générale du marché boursier car celui-ci repose sur l'hypothèse d'une asymétrie d'information entre managers et actionnaires stationnaire au cours du temps. Selon eux, les fluctuations de l'activité d'émissions de titres sur le marché proviennent de variations exogènes de la valeur (réelle ou de marché) des actifs indépendamment des révélations d'informations spécifiques. Leur modèle peut être résumé de la manière suivante :

- Les dirigeants sont supposés possèder des informations privées et agissent dans l'intérêt des actionnaires actuels.
- La firme est sous-évaluée si la révélation des informations détenues par son équipe de direction engendre une augmentation du cours boursier. Inversement, une entreprise est surévaluée si la révélation d'informations privées provoque une baisse du cours. Le nombre d'entreprises sous et surévaluées est aléatoire.
- Les dirigeants des entreprises sous-évaluées ont intérêt[42] à attendre avant d'émettre jusqu'à ce que la sous-évaluation disparaisse – *i.e.* qu'une hausse des cours de l'émetteur se réalise *ceteris paribus* - de manière à réduire le coût du capital et éviter

[42] L'argumentation avec une asymétrie variable est proposée dans le modèle de Korajczyk *et al.* (1992), comme l'asymétrie informationnelle augmente avec le passage du temps, la valeur d'attente s'accroît car le risque de sélection adverse et le risque d'évaporation du projet augmentent.

un transfert de richesse des actionnaires actuels vers les actionnaires futurs ou potentiels.

- Les dirigeants des entreprises surévaluées ont intérêt à émettre leurs actions avant que l'information ne soit divulguée, ce qui serait l'équivalent d'une hausse du coût de financement.[43]
- Donc en moyenne, l'émission d'actions nouvelles suit une sur performance boursière de l'émetteur[44].
- Pour un nombre d'entreprises sous-évaluées important[45], les émissions d'actions devraient être précédées d'une hausse générale des cours (voir hypothèse 1.b dans le premier chapitre de la partie empirique).

Dans un cadre statique, le critère de la décision d'émission, comme l'indique l'Équation n° 4, est que la valeur du projet réalisable avec les fonds obtenus relativement à son coût (soit le Q marginal de Tobin) soit supérieure au rapport de la valeur réelle à la valeur de marché des actifs en place (soit le Q moyen de Tobin ; l'écart entre les deux ratios constitue une estimation de la dilution de la richesse des actionnaires existants). Le critère de décision proposé peut être transformé afin de l'adapter à un cadre dynamique. Une phase de hausse du cycle boursier, correspondant à une période de hausse de la valeur de marché des titres financiers où la dilution à

---

[43] L'argumentation avec une asymétrie variable est proposée dans le modèle multipériodique de Viswanath (1993) qui montre que la décision d'émission immédiate est optimale (pour la richesse des anciens actionnaires) lorsque le dirigeant anticipe un niveau d'asymétrie d'information important à l'avenir.

[44] Cette sur performance concerne à la fois le cours de l'émetteur et celui d'un portefeuille de titres. L'exemple proposé concerne deux entreprises susceptibles d'émettre des actions, identiques en tous points, excepté que la première, A, est sous-évaluée et la seconde B, est surévaluée par le marché. L'entreprise A espère que le marché va réviser à la hausse son estimation de la valeur, et donc reporte l'annonce de l'émission d'actions jusqu'à ce que le cours soit plus élevé. B, d'un autre coté, anticipe que le marché apprenne sa vrai valeur à l'avenir, et donc supporte le coût de l'attente. Conséquemment, B décide d'émettre dès lors que l'opportunité se présente (arrivée d'un projet). Des taux de rentabilité anormaux positifs précédent, en moyenne, les annonces d'émissions car d'une part, A attend que le cours de l'action augmente et d'autre part, B désire émettre avant que le cours de bourse ne chute. Si le cours de l'action B diminue, la surévaluation tend à disparaître, et l'incitation à retarder l'émission s'accroît. Comme parmi les annonces d'émissions certaines proviennent d'entreprises surévaluées, le marché corrige l'évaluation moyenne des entreprises, et l'annonce provoque une réaction négative des cours.

[45] Lucas et Mc Donald (1990) considèrent un nombre d'entreprises sous-évaluées plus important que d'habitude. p 1021 : « *consider a period in which an above average number of firms have private information that they are undervalued … the percentage of overvalued firms varies over times* ». C'est une condition dans leur modèle. Il serait tentant de dire que les fluctuations macro-économiques peuvent fournir une explication à cette condition.

l'ouverture du capital est faible, constitue par conséquent une période durant lesquelles les entreprises sont plus favorables à un financement par fonds propres. Dans une revue de la littérature sur les émissions d'actions, Armitage (1998) insiste sur le fait que, pour la plupart des modélisations sur la question, les phases haussières sur le marché boursier censées réduire la sous-évaluation des actions devraient déclencher une phase d'augmentation de l'activité d'émissions de titres sur le marché primaire.

De nombreuses études américaines confirment la sur performance des émetteurs par rapport au marché précédemment aux émissions d'actions. Asquith et Mullins (1986) par exemple, repèrent un taux de rentabilité anormal moyen de 12,7% des émetteurs durant les 480 séances de bourses précédant l'annonce d'une émission d'actions (par rapport au taux de rentabilité d'un indice boursier sur la même période). Plusieurs travaux de recherches confirment empiriquement, quels que soient la longueur de la période d'observation, les modalités d'ajustements des taux de rentabilité anormaux et le type d'émission, que les entreprises placent leurs titres après une croissance des cours boursiers. Même les résultats de Loughran et Ritter (1995) concernant la sous-performance à long terme des émetteurs peuvent étayer l'hypothèse d'une association positive entre indice boursier et nombre d'émissions d'actions[46].

C) Synthèse

Au total, cette recherche supporte l'hypothèse selon laquelle l'origine des fluctuations de l'activité primaire sur le marché des actions se trouve dans l'interaction des stratégies des émetteurs et des investisseurs visant à réduire le coût de sélection adverse, où les décisions de financement apparaissent comme le résultat d'une négociation entre eux. De surcroît, le volume d'émissions de nouveaux titres sur le

[46] Afin d'appréhender l'évolution des cours avant l'émission, Asquith et Mullins (1986) calculent un rendement anormal par rapport à la rentabilité d'un portefeuille de titres présentant le même β de marché que l'émetteur. Loughran et Ritter (1995) proposent que les émetteurs sous performent à long terme. Ils comparent la rentabilité de chaque émetteur à la rentabilité d'une firme pairée par la taille qui n'émet pas d'actions. Leurs résultats sont cohérents avec l'hypothèse d'une sur performance avant l'émission, puisque l'entreprise qui n'émet pas signale qu'elle est de bonne qualité, dont le cours sur performe celui d'un émetteur.

marché est supposé être lié à la fois aux publications d'informations spécifiques aux entreprises et indépendante de celles-ci, ce qui favorise une analyse plus générale au niveau du système. Les mouvements de hausse et de baisse de l'activité primaire sont successivement résumés.

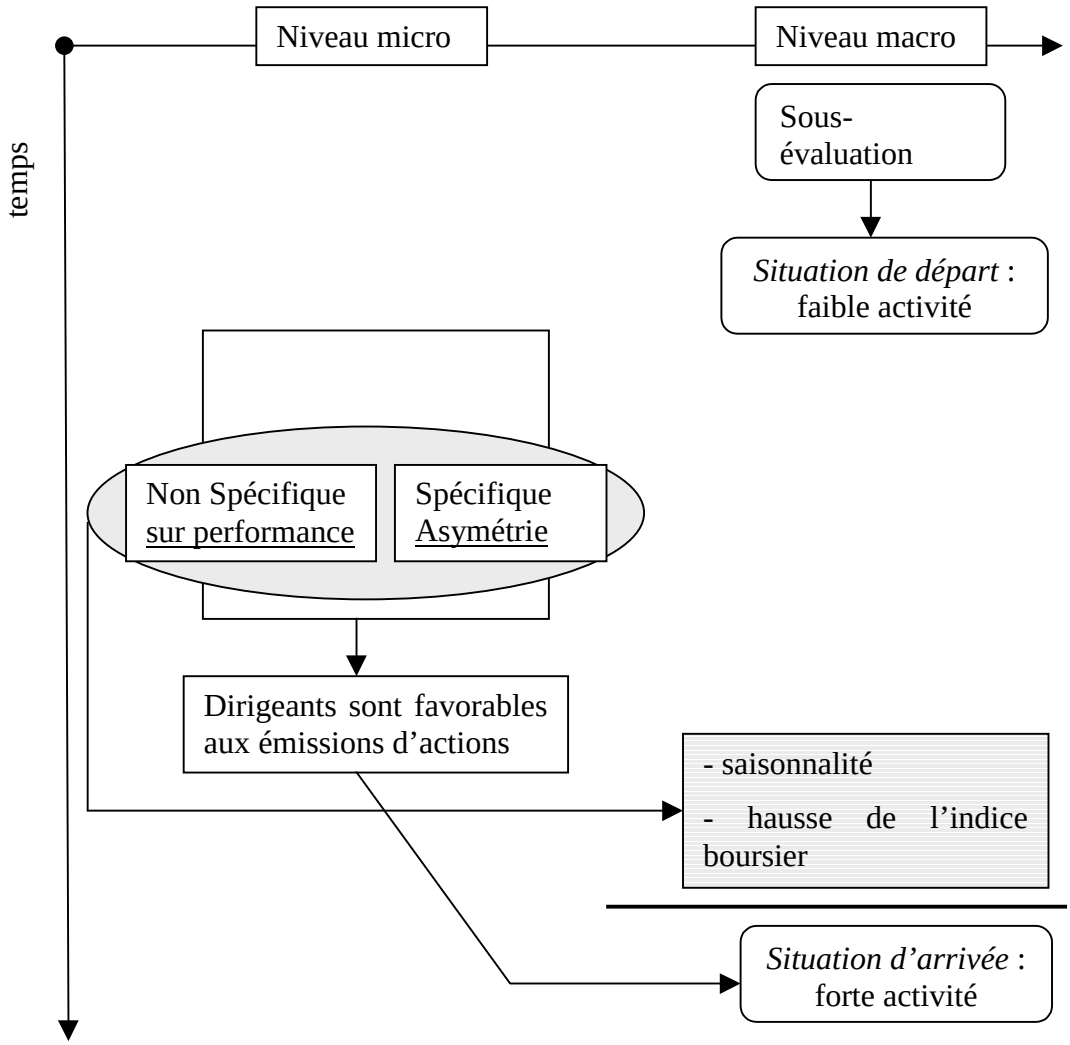
- ✓ L'augmentation de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier.

En considérant une situation de départ où le nombre d'entreprises sous-évaluées est important (dont la valeur réelle est supérieure à la valeur de marché), le niveau d'activité sur le marché est faible en raison de la forte dilution potentielle de la richesse des anciens actionnaires en cas d'augmentation de capital. À nouveau en considérant la réalisation d'un choc, spécifique ou non aux émetteurs, réduisant le coût de sélection adverse, les dirigeants sont censés être plus favorables à la réalisation d'une augmentation de capital. Toutefois, ils attendent que la sous-évaluation sur le marché disparaisse. Pour ce faire, ils ont deux options : soit divulguer des informations en espérant que le marché évalue correctement ; soit attendre que le marché comprenne que l'entreprise est sous-évaluée et que se réalise une sur performance du titre. Une fois la sous-évaluation « absorbée », les dirigeants procèdent aux émissions d'actions. Une augmentation de l'activité sur le marché primaire est repérée par un nombre d'émissions d'actions en hausse. La Figure n° 3 traduit à l'activité sur le compartiment primaire le modèle des décisions financières soutenu dans cette thèse, en soulignant comment l'activité au niveau macro résulte des arbitrages locaux.

L'absence de chocs sur le coût de sélection adverse et le passage du temps suffisent à provoquer le ralentissement des échanges sur un marché caractérisé par des informations asymétriques entre intervenants.

- ✓ La réduction de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier

Figure n° 3 : Processus d'augmentation de l'activité primaire du marché boursier.



Légende : La lecture s'effectue de haut en bas, linéairement sur l'échelle du temps. Les décisions d'émissions d'actions sont le résultat d'arbitrages locaux, influencés par des facteurs spécifiques et non spécifiques. Leurs agrégations devraient résulter au niveau macro, c'est-à-dire sur le volume d'activité sur le compartiment primaire, d'une part dans un effet saisonnier, d'autre part dans une association avec les cours boursiers.

L'accroissement du nombre d'opérations signale au marché qu'un nombre important d'entreprises sont surévaluées, ce qui engendre une baisse des prix d'émission acceptés par les investisseurs. De plus, si le niveau d'asymétrie informationnelle augmente avec le passage du temps, le coût de sélection adverse s'accroît. Une fraction des firmes (celles de qualité supérieure) choisissent de reporter leur émission pour ne pas provoquer un transfert de richesse, des actionnaires actuels

vers les investisseurs potentiels, lié à la réalisation d'une opération de capital dans de mauvaises conditions. Cette sortie du marché primaire, réduisant la proportion des bonnes entreprises sur le marché et signalant que les entreprises désireuses d'émettre sont de qualité moindre, conduit les investisseurs à réévaluer à la baisse les titres nouvellement offerts après la révélation du comportement des dirigeants. La modélisation présentée prédit que pour éliminer le coût *ex ante* d'une mauvaise sélection des émetteurs, les investisseurs évaluent les actions en établissant une moyenne de leurs anticipations fondée sur la proportion de « bonne et mauvaise qualités » en l'absence de mécanismes permettant de différencier leurs caractères intrinsèques. En théorie, la méthode d'évaluation à la moyenne, d'une part conduit à exclure les agents de qualité supérieure de l'échange, d'autre part fournit un signal suivant lequel les agents restant sur le marché sont de qualité inférieure. Akerlof (1970) note que la chute des prix réduit l'activité sur le marché et peut conduire à sa fermeture (aucune émission ne s'effectuerait par appel public à l'épargne sur le marché primaire).

* * *

* *

*

Les paragraphes suivants résument brièvement les développements de l'approche proposée dans ce chapitre pour analyser les comportements de financement des entreprises globalement sur le marché ; ainsi que plusieurs limites et leurs dépassements à titre de transition. Les différents travaux scientifiques utilisés sont articulés dans le Tableau n° 1 afin de résumer l'évolution de la pensée sur le concept d'activité primaire sur le marché boursier des actions.

Ce chapitre a permis de fournir une réponse partielle et provisoire à la problématique étudiée :

Tableau n°1 : Émergence et fondement du concept d'activité sur le marché primaire boursier.

Émergence : sélection adverse Akerlof (1970)	Asymétrie d'information ⇔ effet **prix** et effet **quantité**
Émergence : coût de financement Myers et Majluf (1984)	Si dirigeant **maximise** la valeur des actions Alors **émission** d'actions si et seulement si • Actions surévaluées • Projets très rentables
Émergence : Activité sur le compartiment primaire du marché boursier (AP) Lucas et McDonald (1990)	• Asymétrie d'information variable ; • Comportement actif des dirigeants ; + Révélations d'information et chocs sur valeur. ⇔ **CONCENTRATION DES EMISSIONS**
Fondement AP sur la variabilité du degré d'asymétrie d'information Korajckzyk, Lucas et McDonald (1992)	Périodicité des révélations d'informations financières ⇔ Concentrations des émissions (à CT)
Fondement AP : indépendance du coût de sélection adverse au degré d'asymétrie d'information. Choe, Masulis et Nanda (1993)	Chocs sur la valeur des actifs **indépendamment** d'une information spécifique à l'émetteur ⇔ Concentrations avec les phases du cycle économique (à LT)
Fondement AP due aux stratégies des dirigeants visant à profiter du marché Loughran et Ritter (1995)	Sous performance des émetteurs pour les émissions réalisées en périodes « chaudes », i.e. d'activité importante
Fondement AP : indépendance totale Bayless et chaplinsky (1996)	Concentrations **autonomes** ⇔ indépendantes de l'économie ; indépendantes des informations spécifiques. ⇔ réceptivité du marché

Les coûts contractuels, qui peuvent varier dans un cadre dynamique, des relations de financement entre de l'entreprise et ses partenaires sont supposés expliquer les choix de financement effectués par les dirigeants. En situation d'asymétrie informationnelle, d'une part le prix qu'est prêt à offrir un investisseur au moment d'une augmentation de capital est plus faible que le prix d'offre, d'autre part les vendeurs de

produits de bonne qualité sont incités à retarder la réalisation de l'appel public à l'épargne ou à sortir du marché primaire.

De plus, en raison du caractère général – c'est-à-dire non spécifique à une entreprise particulière – de cette explication et de la puissance supposée de l'incitation sur les dirigeants à agir en faveur des actionnaires, les variations des coûts de financement sont censées expliquer les fluctuations d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier. L'intuition de départ est que la stratégie consistant à minimiser les coûts de sélection adverse conduit les dirigeants à effectuer simultanément, c'est-à-dire durant un même laps de temps, les augmentations de capital de leurs entreprises par émissions d'actions nouvelles. L'effet quantité de la sélection adverse a deux origines qui se distinguent selon le degré de spécificité de l'information par rapport à l'émetteur. En premier lieu, la périodicité légale des divulgations d'informations propres à chaque entreprise peut conduire à un effet saisonnier de l'activité d'émissions des titres. En second lieu, les chocs exogènes sur la valeur des actifs peuvent conduire à un co-mouvement entre l'indice boursier et l'activité sur le marché primaire boursier.

Le pouvoir prédictif de la théorie de la sélection adverse peut être limité sur les plans empirique et théorique. Néanmoins, les développements futurs apparaissent comme un dépassement de ces limites.

Sur le plan empirique, un problème de testabilité des théories fondées sur le concept de la sélection adverse provient de la difficulté à fournir une mesure quantifiable de son coût pour les partenaires. Les études empiriques utilisent souvent pour son estimation le taux de rentabilité anormal du cours des actions des émetteurs par rapport à la norme du modèle d'évaluation des actifs financiers. Cette méthode présente deux incohérences. D'abord, il est délicat d'estimer un coût de l'asymétrie d'information avec un modèle qui suppose que l'information est parfaite entre les investisseurs[47]. Ensuite, le cas français est un peu différent du contexte américain

[47] Par définition dans les théories contractuelles, l'information est onéreuse et cachée, et les modèles de marché supposent une symétrie de l'information pour tous ! Le point de vue développé dans la seconde partie est qu'il est possible d'estimer les conséquences de la sélection adverse dans les contrats de financement sans recourir à l'utilisation d'un modèle de marché (*cf.* Bayless et Chaplinsky, 1996).

puisque la législation française vise à limiter la fixation des prix d'émission des actions[48]. Les études menées sur le marché français ne mettent pas en évidence de réactions claires de la part des investisseurs à l'annonce d'augmentations de capital[49].

Sur le plan théorique, les remarques peuvent être formulées en considérant un cadre identique (les mêmes hypothèses), puis un cadre élargi (en les relaxant). D'abord, la suggestion de Bayless et Chaplinsky (1996, p. 277) selon laquelle les influences des composantes spécifiques et non spécifiques du coût de financement ne sont pas indépendantes, laisse penser que l'étude doit être prolongée par l'analyse des relations entre l'effet prix et l'effet quantité. Selon eux, les investisseurs réagissent aux augmentations de capital « dans un sens qui suggère un intérêt pour les informations spécifiques à la firme plus important » lorsque le niveau d'activité sur le marché boursier est faible[50]. Par ailleurs, expliquer les comportements de financement à partir de l'évolution du seul arbitrage sur le coût de sélection adverse des fonds propres peut paraître trop réducteur. Les relations négatives entre endettement et opportunités de croissance exposées dans la littérature financière recourent à une conception des choix financiers similaires aux modèles exposés ici.

La distinction déjà effectuée sur la nature du processus déterminant les décisions de financement[51] offre de dépasser les limites de la théorie des coûts informationnels en autorisant un comportement autonome à un acteur particulier (le dirigeant) dans le jeu

---

[48] La majorité des émissions d'actions proposent un droit préférentiel de souscription (DPS) aux anciens actionnaires limitant ainsi l'incidence de la sous-évaluation à l'émission sur leur richesse. La fixation des prix d'émission pour les procédures directes sans DPS est déterminée légalement – recommandations de la COB - par la moyenne des cours précédemment à l'augmentation de capital.

[49] Les études menées par Hamon et Jacquillat (1992), Hachette (1994), Cotillard (1996), Dereeper (1999), Chollet et Ginglinger (1996), Gajewski et Ginglinger (1998), mettent en évidence la sensibilité des résultats en raison de différences en termes de dates d'événement (Conseil d'administration autorisant la modification du capital social, Avis de la COB, publication au BALO, réalisation de l'opération et détachement du droit de souscription de l'action), de la nature du titre émis (actions sèches, ABSA, OC, OBSA), du mode d'émission (directe ou avec DPS, avec ou sans garantie bancaire de bonne fin).

[50] *"We report evidence that investors react differently to firm and market characteristics in hot and cold markets in ways that suggest greater concern for firm specific information, and indirectly asymmetric information, in cold markets."*

[51] La négociation entre les partenaires ou la poursuite de stratégies individuelles par les dirigeants.

organisationnel. En considérant l'autonomie des dirigeants décidant du moment où réaliser les émissions d'actions, l'interrogation porte sur le degré avec lequel ils peuvent manipuler l'effectivité d'une « discipline par le marché ». Celle-ci s'exerce lorsque les investisseurs réagissent aux annonces d'émissions d'actions en termes de prix et de quantité. Autrement dit, ce mécanisme de gouvernement des entreprises, fondé sur la fixation du coût et de la quantité allouée de capital lors des appels aux marchés financiers, tendrait à conditionner l'espace discrétionnaire du dirigeant. Néanmoins, l'efficacité de la théorie informationnelle peut être questionnée compte tenu de la diversité des mécanismes organisationnels. En considérant l'autonomie des dirigeants dans les décisions de financement, une perspective s'ouvre en adoptant une nouvelle lecture. Si les dirigeants cherchent à profiter d'une fenêtre d'opportunité sur le marché pour placer leurs titres auprès des actionnaires et à choisir, à terme, la modalité de contrôle à laquelle ils auront à faire face, c'est l'activité elle-même qui attire les émissions d'actions. Plus l'activité d'émissions de nouveaux titres est élevée, plus le signal est important d'un coût de financement faible pour le dirigeant émetteur[52].

Le niveau observable d'activité d'émissions de nouveaux titres sur le marché boursier peut-il constituer un moyen d'appréhender la latitude managériale ? Cette question est traitée empiriquement dans la troisième partie, après avoir présenté comment les décisions de financement peuvent être liées aux stratégies individuelles des dirigeants et aux mécanismes censés les encadrer.

[52] Bayless et Chaplinsky (1996) ont émis l'idée que le niveau d'activité exprime plus le coût qu'il n'en dépend, pour d'autres raisons cependant.

Chapitre 2 : Modélisations des décisions de financement fondées sur l'émergence et la poursuite d'une stratégie individuelle des dirigeants

Si les dirigeants d'entreprises sont des acteurs fondamentaux dans la prise de décisions financières, les analyses des choix de financement dans leur contexte économique devraient aussi introduire, parmi les facteurs déterminants, les coûts contractuels qu'ils supportent en raison de leurs stratégies. En se concentrant sur les dimensions susceptibles d'être affectées par les fluctuations macro-économiques, l'objectif de ce chapitre consiste à montrer quelles sont les implications théoriques, en matière de financement, de l'introduction des dirigeants. Le modèle explicatif proposé des décisions de financement au niveau local de l'entreprise est fondé sur l'hypothèse selon laquelle les dirigeants agissent, *via* les décisions actuelles d'investissement et de financement des entreprises, de manière à augmenter l'espace discrétionnaire dans lequel ils pourront négocier à l'avenir l'allocation des ressources et la rémunération de leurs apporteurs. En d'autres termes, les choix de financement des entreprises sont supposés être déterminés par la stratégie de leurs dirigeants consistant à réduire à l'avenir la contrainte exercée par les différents mécanismes de *gouvernance*[53].

La notion de la latitude discrétionnaire des dirigeants est indissociable de celle du gouvernement d'entreprise. Les dirigeants peuvent activement développer et mettre en œuvre une stratégie qui leur soit propre afin d'obtenir la réalisation d'objectifs satisfaisant leurs intérêts personnels en raison de leur place centrale dans l'organisation des entreprises modernes ; celles-ci étant souvent caractérisées par la séparation des fonctions de management et de propriété. Trois objectifs concourant différemment à la maximisation de l'utilité des dirigeants sont identifiés dans la littérature[54] : détenir un capital humain de valeur élevée ; maximiser la rémunération en minimisant l'effort et le

[53] Les modèles traditionnels de la finance moderne recourent à l'hypothèse selon laquelle la nature optimale des financements mis en œuvre est déterminée par les bénéfices nets pour les actionnaires attribués à chaque catégorie de titres de financement (théorie du financement hiérarchique et théorie du compromis).

[54] Les besoins à satisfaire des dirigeants sont supposés être multiples, souvent complémentaires, parfois hiérarchisés et exclusifs. Jensen et Meckling (1994) proposent un modèle REMM dans lequel les individus sont supposés arbitrer entre les besoins, incompatible avec la notion de hiérarchie des besoins (Maslow). Par ailleurs, les objectifs des stratégies sont supposés être complémentaires (par ex. une association positive entre la marge discrétionnaire et l'enracinement). Plus généralement, la motivation des dirigeants peut s'appréhender par la possibilité, du fait de leurs positions dans l'organisation, d'appropriation des rentes économiques de cette dernière.

risque de perte d'emploi ; disposer d'une liberté décisionnelle importante sur les ressources de l'organisation[55].

Cet espace discrétionnaire d'un dirigeant peut être appréhendé, à un moment donné, selon plusieurs dimensions afin de représenter l'ensemble des possibilités de négocier les caractéristiques des contrats liant les partenaires à l'entreprise (Charreaux et Desbrières, 1998). Le dirigeant dispose du choix de la nature des ressources de l'entreprise à acquérir ou à créer et de la discrétion de proposer et mettre en œuvre leur allocation. Les contrats négociés peuvent être appréhendés comme des décisions d'investissement ou de financement. Plus généralement, les différents contrats contribuent à aménager l'architecture organisationnelle ; c'est-à-dire la mise en place et la maintenance d'un système de transfert des droits décisionnels sur les ressources (dans l'objectif de les co-localiser avec la connaissance spécifique) et d'un système d'incitation et de contrôle des individus (déterminants la valeur créée et la part attribuée aux fournisseurs de facteurs de production) (par ex. Jensen et Meckling, 1992). La Figure n° 4 schématise les dimensions susceptibles d'appréhender l'espace discrétionnaire des dirigeants selon Hambrick et Abrahamson (1995). Dans un cadre d'analyse stratégique, ils appréhendent la notion d'espace discrétionnaire suivant trois axes. Il s'agit :

- De l'environnement industriel de la firme. Selon eux, la marge discrétionnaire de négociation avec les partenaires dépend des particularités de l'industrie de l'entreprise – comme l'intensité concurrentielle[56] sur le marché des facteurs de production, la concentration sectorielle, l'intensité capitalistique, les barrières à

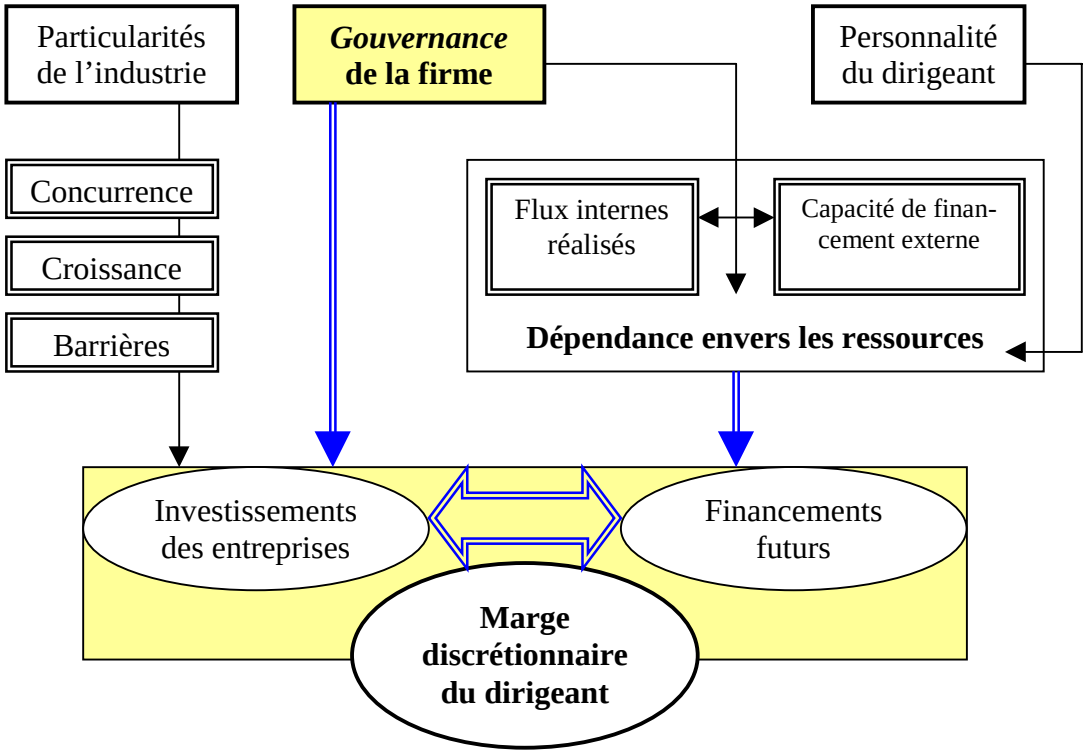
[55] Fondamentalement, les dirigeants peuvent mettre en œuvre des stratégies personnelles visant à accroître leur marge discrétionnaire pour plusieurs raisons. Cette dernière peut d'abord correspondre à une volonté d'indépendance de l'individu. Ensuite, un accroissement de l'espace discrétionnaire peut constituer une incitation à la performance dans la mesure où l'utilité des dirigeants est associée positivement à la taille de l'entreprise, au montant des ressources gérées ou à la rentabilité des investissements de l'entreprise. Enfin, la recherche d'une marge discrétionnaire plus importante peut être valorisée indépendamment de la rémunération ou du capital humain dans la mesure où elle est la source de pouvoir dans l'organisation.

[56] Dans la mesure où la pression concurrentielle exercée sur le marché des biens et services conduit l'entreprise à aligner le prix de ses produits sur celui de la meilleure offre, c'est-à-dire vers le coût marginal de production, elle permet de protéger les consommateurs des agissements opportunistes des dirigeants (établir des prix de vente au-delà des prix d'opportunité). Finalement, la concurrence sur les marchés peut contraindre ces derniers (Fama, 1980). Sur le marché des facteurs de production, la pression concurrentielle signifie que, par exemple, des marges commerciales importantes vont attirer de nouvelles entreprises offrant une nouvelle proposition de valeur.

l'entrée et à la sortie dans l'industrie. En outre, l'intensité de la dépendance de l'entreprise envers son environnement économique est liée, selon eux, à la différenciabilité de ses produits et à la croissance de ses marchés.

- De son système de *gouvernance*. Le caractère idiosyncratique à la firme de l'espace décisionnel des dirigeants est fondé sur les contraintes spécifiques exercées sur la nature de ses investissements et de sa capacité de financement. Il s'agit du choix des facteurs de production à utiliser et de la rémunération accordée à leurs apporteurs.
- De la personnalité de ses dirigeants. La nature des compétences managériales d'un dirigeant peut dépendre de sa formation et de ses expériences ; elles déterminent en partie son accès et sa dépendance envers les ressources.

Figure n° 4 : Représentation de l'espace discrétionnaire du dirigeant inspirée de Hambrick et Abrahamson (1995)



Toutefois, l'intérêt de ce concept peut être apprécié à partir des interactions entretenues avec l'objet d'étude, la politique de financement. D'une part, la stratégie personnelle des dirigeants visant à accroître la marge discrétionnaire peut s'avérer être une source de conflits entre l'équipe de direction et les autres partenaires dans la mesure où leurs intérêts sont différents. D'autre part, dans le cadre d'une analyse dynamique, il peut être judicieux de tenir compte d'éventuelles boucles de rétroaction, et des raisons

pour lesquelles elles peuvent apparaître, entre marge discrétionnaire et choix de financement, pour expliquer ces derniers.

Dans un sens, la liberté d'action des dirigeants dans leurs décisions de recherche et d'allocation des ressources peut promouvoir des choix stratégiques ne maximisant pas la richesse des partenaires (la valeur des titres financiers). Les théories contractuelles des organisations supposent que les asymétries d'information entre les individus et les limites de leur rationalité conduisent à exacerber les conséquences des différences de leurs intérêts : court-termisme des décisions, investissement sous-optimal et diversification sous-optimale des actifs de la firme, excès de consommation sur le lieu de travail (Smith, 1776 ; Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976)[57]. Selon Williamson (1985, p. 335), les dimensions de l'espace discrétionnaire d'un dirigeant peuvent être déterminées par les instruments de contrôle utilisés par ses partenaires. La Figure n° 4 suggère que le contrôle sur la marge discrétionnaire du dirigeant s'exerce sur les choix d'investissement et sur les choix de financement, ces derniers étant définis comme des modes de *gouvernance* des premiers. Toutefois, les travaux de Charreaux (1997, chap. 15), ont souligné d'une part, le caractère dynamique des modes de contrôle ainsi que leur complémentarité et leur substituabilité ; d'autre part, la nécessité d'intégrer les phénomènes de *feed-back* tels que le choix d'une stratégie personnelle par le dirigeant et les réactions des partenaires à sa mise en œuvre.

L'objet d'étude permet de confronter des thèses dans lesquelles les détenteurs du pouvoir de décider des choix de financement de l'entreprise peuvent être soit les partenaires financiers, soit les dirigeants. La controverse naît des hypothèses à l'origine des modèles. Les premières modélisations supposent que les décisions de financement sont maîtrisées par les actionnaires ou les créanciers en considérant une conception exogène de l'investissement. Dans ce cadre, la dette est supposée limiter les flux de liquidités discrétionnaires de l'entreprise, puis par extension leurs dépenses. Les avancées des théories contractuelles des organisations suggèrent au contraire que l'investissement est endogène à la firme, jetant un doute sur l'identité du détenteur de

[57] SMITH A., 1991, *La richesse des nations*, GF Flammarion, notamment le livre II ; BERLE A.A, et MEANS G.C., 1932, *The modern corporation and private property*, Mac Millan, New York, réédition 1991 Transaction publishers New , 377 p.

pouvoir de sa politique de financement. Par exemple, Zwiebel (1996) considère que l'endettement constitue un levier d'enracinement à disposition des dirigeants. L'enjeu de ce chapitre réside dans l'identification et la compréhension, premièrement, des intérêts des partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement exprimés par les dirigeants et, deuxièmement, des mécanismes incitant ces derniers à choisir la nature du financement externe.

A) Les possibilités de financement offertes aux dirigeants par les partenaires financiers en fonction des opportunités d'investissement de l'entreprise.

Ce chapitre, dans la section 2, propose que l'ensemble d'opportunités d'investissement des entreprises affecte les coûts d'agence des relations contractuelles, incitant les partenaires financiers à adapter la structure de financement afin d'en réduire la portée. Considérant que cet ensemble d'opportunités est exogène à l'entreprise et que ses investisseurs maîtrisent les décisions financières, l'approche traditionnelle suppose, dans un premier temps, que l'endettement est négativement associé à la valeur des projets d'investissement. Même si, dans un second temps, les partenaires financiers perdent la maîtrise de la politique d'investissement, plusieurs travaux comme ceux de Stulz (1990) soutiennent une relation entre la latitude discrétionnaire des dirigeants et leurs décisions de financement telle que l'endettement décroît lorsque les entreprises possèdent des opportunités d'investissements.

À la lecture de Jensen (1986, p. 123)[58] et Williamson (1988, note 6), il semble possible de rapprocher les opportunités d'investissement de la firme à la marge discrétionnaire de ses dirigeants, en considérant que les premières sont déterminées sur les marchés de facteurs de production et des biens et services, donc que les choix des dirigeants ne peuvent influer sur leur nombre et leur valeur. Toute évolution conduisant à accroître le nombre de nouvelles possibilités d'investissement rentables, liées à une évolution favorable de l'environnement, peuvent être considérées comme une

[58] p.123 : "*the opportunity set to which managers have access is a function of production and factor-market competition*".

augmentation de la marge discrétionnaire. Les contraintes sur la capacité de financement de l'entreprise, liées à une évolution défavorable de l'environnement, restreignent la marge discrétionnaire de ses dirigeants.

L'évolution exogène des caractéristiques du portefeuille d'opportunités d'investissement des entreprises peut conduire les créanciers à rationner le crédit qu'ils sont prêts à leur offrir en raison du risque de sélection adverse sur le marché du crédit (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988) et des coûts de contrôle de l'activité de l'entreprise (Diamond, 1984 ; Williamson, 1987, a et b). Les actionnaires, réagissant à la rentabilité anticipée du portefeuille d'options peuvent être amenés à adapter la nature du financement afin de limiter les risques de sous-investissement (Myers, 1977 ; Stulz, 1990) et les risques de surinvestissement (Jensen, 1986). Il est supposé que les décisions de financement favorisant les fonds propres (respectivement l'endettement) dans les entreprises en croissance (à maturité) tendent à minimiser les coûts[59]. Les structures financières et de financement des entreprises sont censées être moins endettées sur le marché financier lorsque celui-ci anticipe une augmentation de la valeur du portefeuille d'opportunités d'investissement. L'ajustement de la structure de financement de l'entreprise à la composition du portefeuille d'actifs est supposé être contraint par chacun des fournisseurs de capitaux externes, comme par exemple dans Shleifer et Vishny (1992).

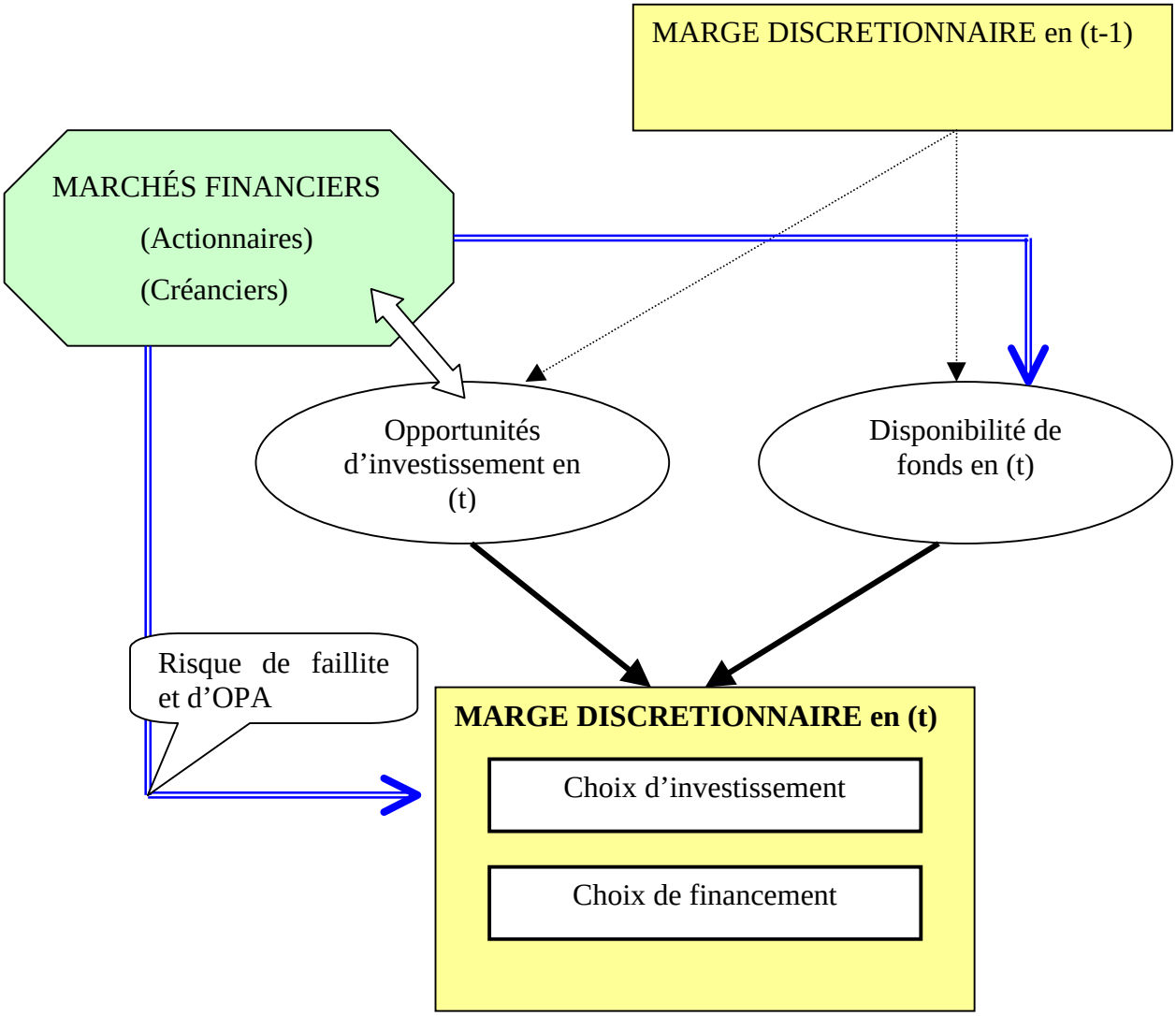
Selon Stulz (1990), la politique de financement peut être utilisée pour réduire la capacité des dirigeants à poursuivre leurs propres objectifs[60]. Le modèle qu'il propose permet de préciser la définition de la marge discrétionnaire dans les modèles financiers traditionnels et son caractère restrictif. Selon l'analyse de l'auteur adaptée dans la Figure n° 5 ci-dessous, la politique d'investissement et de financement à la période (t) – la marge discrétionnaire – dépend de la disponibilité des flux de liquidités et des opportunités d'investissement de la firme à cette période. Les transactions financières réalisées sur le marché sont censées contrôler le dirigeant notamment *via* le risque de

[59] Ce sont les différences de dotations en options d'investissement entre les firmes, c'est-à-dire leur nature et les variations au cours du temps de leur valeur, qui aboutissent à une optimalité des divergences de choix financiers entre elles (par ex. Myers, 1977, Smith et Watts, 1992).

[60] P. 3 : *"financing policies can be used to restrict management's ability to pursue its own objectives…"*

faillite et d'OPA (coûts supportés par le dirigeant en contrepartie de la poursuite de sa stratégie personnelle à travers les choix d'investissement et de financement de l'entreprise). Il existe un effet de rétroaction dans le sens où les choix de la période présente sont influencés par les choix effectués dans le passé, tant sur le plan de l'investissement que du financement. Les risques de surinvestissement et de sous-investissement sont directement liés à la marge discrétionnaire du dirigeant et s'apprécient par rapport aux opportunités d'investissement sur le marché financier.

Figure n° 5 : Représentation de la marge discrétionnaire inspirée de Stulz (1990)



Au total, les opportunités d'investissement sont supposées créer des conflits d'intérêts qu'un choix de financement optimal, de la part des créanciers ou des actionnaires, peut contribuer à faire disparaître. Toutefois, si les distorsions sur les

investissements que les choix de financement sont censés réduire sont inhérentes à la forme de l'architecture organisationnelle, les mêmes arguments soutiennent l'hypothèse que les dirigeants peuvent se soustraire à la contrainte du système de *gouvernance* en contrôlant la politique de financement. La relation supposée entre la dotation en opportunités d'investissement et la structure de financement peut être liée à la nature de la stratégie poursuivie par les dirigeants et, par conséquent, à la nature des moyens de contrôle et d'incitation utilisés par les partenaires.

B) Comportements des dirigeants et demandes de financement adressées aux partenaires financiers.

Ce chapitre, dans la section 3, propose que le dirigeant est supposé avoir un intérêt à modifier la nature des investissements à mettre en œuvre de la firme, et à manipuler les natures des financements utilisés, dans un sens qui lui soit favorable. Par exemple, les travaux apparentés au modèle de Stulz (1990) soutiennent que, en considérant constante la contrainte externe du système sur le dirigeant[61], celui-ci devrait préférer le financement par fonds propres. Néanmoins, cette hypothèse semble restrictive dans une étude temporelle du choix de financement. L'argumentation proposée ici considère une boucle de rétroaction entre l'architecture organisationnelle et la marge discrétionnaire du dirigeant, tant sur le plan du financement que de l'investissement (ce qui conduit à considérer que l'ensemble d'opportunités peut émerger de la forme organisationnelle).

Les ressources, financières ou autres, collectées auprès des différents partenaires pourraient constituer un levier puissant, à la disposition du dirigeant, pour la gestion active de son espace discrétionnaire. La forme actuelle du financement de l'entreprise semble influer sur la force coercitive future des mécanismes mis en place par les fournisseurs de ressources afin d'assurer la protection de leur créance. D'où l'intérêt pour lui de manipuler la nature des financements notamment en fonction des cycles

[61] Certains paramètres sont supposés exogènes dans les études réalisées en coupes individuelles : le nombre de projets d'investissement, le couple rentabilité-risque des actifs, l'effectivité de l'exercice d'un pouvoir disciplinaire du marché (faillite, OPA)…

d'activité sur le marché des biens et services. Dans le cas de la recherche d'un élargissement de son espace discrétionnaire, les choix optimaux de financement sont pour le dirigeant ceux qui minimisent les contraintes de la *gouvernance* de l'entreprise sur ses décisions d'investissement et de financement. D'abord, son comportement est supposé s'assurer un approvisionnement en ressources financières afin de réaliser la politique d'investissement, car la dépendance envers certaines ressources peut présenter le caractère d'un mécanisme de contrôle du comportement managérial (Milgrom et Roberts, 1992). Ensuite, sa recherche de flux de liquidités disponibles afin de satisfaire son désir de construction d'empires peut le conduire à favoriser le financement par fonds propres lorsqu'il s'adresse au marché financier. Enfin, le dirigeant désireux de limiter les conséquences du développement de la spécificité des actifs ou de réaliser un arbitrage entre risque économique et risque de faillite est supposé favoriser le financement par fonds propres des investissements de l'entreprise.

L'intérêt d'un dirigeant à manipuler la nature des investissements de son entreprise est présenté notamment dans la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling (1976) et dans la théorie de l'enracinement de Shleifer et Vishny (1989). Toutefois, l'approche proposée ici du financement nécessite d'adopter une conception endogène de l'investissement ; c'est-à-dire que l'ensemble d'opportunités émerge, avec les incitations des acteurs, de l'architecture organisationnelle. Autrement dit, Si le dirigeant utilise tous les leviers pour atteindre ses objectifs, la théorie de la politique de financement, supposée sous son contrôle, ne peut s'accorder que d'une théorie de l'investissement endogène à la firme. En effet, l'élaboration des projets et la sélection de ceux mis en œuvre dépendent de la connaissance spécifique détenue par les individus (qui déterminent conjointement le système de contrôle et d'incitation). La plupart des opportunités d'investissement se présentant aux entreprises semblent liées aux projets antérieurement mis en œuvre par leur équipe de direction, en considérant ceux-ci comme une modalité de création de connaissance spécifique[62]. Un dirigeant cherche à accroître sa connaissance (ou celle de son équipe) afin d'élargir l'ensemble

[62] Les industries de l'informatique et des télécommunications sont souvent citées en exemple de ce phénomène. Le développement d'un nouveau processeur est étroitement lié à celui d'une génération précédente. Dans une certaine mesure (rationalité limitée et conventions informelles), la valeur des projets est liée au maintien de l'individu dans l'organisation.

d'opportunités auquel il pourra accéder à l'avenir et à limiter l'efficacité des contrôles (aménagements de la forme organisationnelle).

Ce chapitre est composé de trois sections. La première répond au besoin de faire le point sur la représentation de la marge discrétionnaire du dirigeant dans le cas des entreprises caractérisées par la séparation des fonctions de direction et de propriété. La seconde vise à modéliser la relation entre l'espace discrétionnaire et la politique de financement des entreprises sous l'hypothèse où celle-ci est contrainte par les partenaires financiers. Elle soutient une association négative entre les opportunités d'investissement et l'endettement des entreprises. La troisième et dernière section présente comment les objectifs des dirigeants sont supposés conditionner la nature des financements qu'ils demandent au marché financier. Elle soutient aussi une association négative entre les opportunités d'investissement et l'endettement des entreprises.

Section 1 : Représentation de la marge discrétionnaire des dirigeants des entreprises managériales

L'objectif de cette section est de porter une attention particulière à la liberté décisionnelle des dirigeants, qui s'étend aux choix d'investissement, limitée par les ressources notamment financières.

En considérant donnée la nature de l'investissement des entreprises, la théorie classique de la valeur actuelle nette (VAN) fonde l'évaluation des projets sur une actualisation des flux de trésorerie futurs à un taux adapté aux risques encourus. Une fois la décision prise, la firme est censée ne plus modifier les caractéristiques des actifs et subir la conjoncture économique. Cependant, certains investissements peuvent être suffisamment flexibles dans leur gestion et laisser une marge de manœuvre décisionnelle aux dirigeants en fonction de l'évolution de l'environnement ; la théorie des options fournit un modèle d'évaluation des projets dans ces conditions. Dans la mesure où la flexibilité dans l'investissement peut être valorisée par certains partenaires, ce qui constitue l'incitation à mettre en œuvre des stratégies afin de s'approprier cette valeur, certains projets peuvent être sous-évalués lorsque l'évaluation s'effectue selon le critère de la VAN sous sa forme standard. Ces approches, ainsi que les premiers modèles de la théorie positive de l'agence, supposent que les opportunités d'investissement sont exogènes à l'entreprise, c'est-à-dire déterminées sur les marchés des facteurs de production et des biens et services, et que les choix du dirigeant ne peuvent influer sur les frontières de l'ensemble d'opportunités. Dans la version statique du modèle de Jensen et Meckling (1976), l'ensemble d'opportunités correspond aux possibilités de transactions avec une contrainte de budget et des prix donnés. Cependant, les publications de 1992 et 1994 de ces auteurs précisent la notion d'ensemble d'opportunités dans la théorie positive de l'agence, notamment en adoptant une conception endogène à l'architecture organisationnelle de la nature de ses actifs économiques et financiers. Cette évolution de la pensée financière traduit aussi un renouvellement des facteurs déterminants les choix de financement.

En effet, considérer conjointement la flexibilité dans la gestion des investissements et l'existence de divergences d'intérêts entre les partenaires implique de s'interroger sur les conséquences de cette marge discrétionnaire des dirigeants sur leurs patrimoines. L'adoption d'une conception exogène de l'ensemble d'opportunités conduit à supposer que les décisions des dirigeants, au-delà d'un optimum déterminé selon une norme, peuvent détruire une partie de la valeur des projets d'investissement (par ex. Jensen, 1986). Selon la théorie contractuelle, l'organisation sera efficiente si les partenaires parviennent à mettre en place et à entretenir des mécanismes susceptibles de limiter, voire d'éliminer, le coût lié au risque d'un comportement opportuniste de la part des dirigeants[63]. Ainsi, les théories fondées sur cette hypothèse conçoivent la politique de financement (nature et quantité des fonds alloués) comme un mécanisme organisationnel qui circonscrit à l'avance l'ensemble d'opportunités à partir duquel un dirigeant peut entreprendre un projet. Adopter le point de vue selon lequel l'investissement est endogène à l'architecture organisationnelle conduit à considérer les contraintes de financement sous un angle différent : les choix de financement peuvent contribuer à limiter l'exercice d'un contrôle de la politique des dirigeants. Au total, l'interrogation porte donc sur l'identité du détenteur de la maîtrise des politiques organisationnelles.

Cette section, visant à appréhender la notion de marge discrétionnaire à partir de l'identification des possibilités d'allocation de ressources par les dirigeants et de leurs limites, présente une interprétation de l'évolution du cadre d'analyse de l'investissement des entreprises d'une part, de l'espace de l'expression des contraintes financières du mode de *gouvernance* de l'entreprise[64] d'autre part.

[63] Les décisions réalisables peuvent conduire à modifier la nature (couples rentabilité/risque et spécificité) des actifs dans un sens qui leurs soient favorable compte tenu des droits décisionnels qui leur sont alloués, de la divergence de leurs intérêts avec ceux des autres partenaires et de l'efficacité du système de contrôle et d'incitation.

[64] Les contraintes financières ne sont qu'une partie du système de gouvernance ; pour plus de précisions, se reporter à Williamson (1985, p. 335) et Charreaux (1997, chap. 14).

A) L'évolution de la représentation des opportunités d'investissement et des choix d'investissement des dirigeants

Plusieurs représentations des processus d'allocation des ressources dans les entreprises sont possibles ; elles reposent sur des conceptions différentes de l'investissement (Charreaux, 2000). Les méthodes d'évaluation des actifs sont aussi particulièrement importantes, en raison de leurs implications théoriques et pratiques sur les choix d'investissement[65]. La logique chronologique permet de favoriser l'élargissement des dimensions de l'évaluation des projets dans un sens suggérant de nouvelles interprétations. La théorie classique a d'abord été aménagée par la théorie des options réelles. Les développements récents de la théorie contractuelle ont permis d'interroger de nouvelles interactions avec le financement.

1/ Théorie classique et évaluation de l'investissement

La théorie néo-classique définit l'investissement comme le transfert dans le temps de la consommation de l'*homo-economicus*. Le critère d'acceptation d'un investissement est le suivant : un agent économique peut juger intéressant de modifier la composition de son portefeuille d'actifs lorsqu'il estime que cela augmente son utilité, appréciée par sa richesse monétaire. La valeur monétaire créée s'évalue par rapport à la norme du marché, lorsque l'agent s'approprie les flux actualisés – générés par les actifs utilisés comme support au transfert temporel – dont la valeur est supérieure au prix actuel des actifs[66]. La seule dimension de l'investissement, caractéristique unique prise en compte comme règle de décision dans la théorie néo-classique, est la rentabilité ajustée au risque générée par la possession des actifs. Toutefois, le faible pouvoir explicatif des comportements des organisations et des individus offert par cette théorie

[65] Les auteurs comme Brickley *et al.* (1998) par exemple, soulignent l'importance des outils de mesure de la performance dans les organisations. Selon leur métaphore, cette dernière constitue le troisième pied du tabouret organisationnel avec celui de l'allocation des droits décisionnels et celui des systèmes d'incitations.

[66] Il y a équivalence entre VAN > 0 et Q marginal de Tobin > 1. De surcroît, dans le sens où il s'agit d'une comparaison des projets avec les opportunités sur le marché, une VAN positive représente une rente au sens ricardien du terme et le taux d'actualisation, un coût d'opportunité.

semble être amélioré en intégrant dans la modélisation, d'une part la flexibilité des investissements, d'autre part les caractéristiques de l'architecture organisationnelle dans laquelle ils sont entrepris.

2/ Théorie des options réelles et évaluation de l'investissement

Le concept de flexibilité se définit à la fois en termes de capacité d'adaptation physique des investissements et de possibilités d'actions par les dirigeants. Ce paragraphe vise aussi à préciser la définition des options d'investissement (voir par exemple Trigeorgis, 1995 ; 1999).

Le premier caractère renvoie à la possibilité de faire évoluer au cours du temps les caractéristiques physiques du projet (taille, débit d'exploitation, structure des coûts, implantation géographique…). Ces décisions liées à la vie des projets peuvent être considérées comme des options réelles dans la mesure où leur mise en œuvre est conditionnelle ; leurs valeurs peuvent être obtenues à partir des formules d'évaluation d'options[67]. Le prix d'exercice est constitué par le coût de l'investissement futur qui sera entrepris si la rentabilité anticipée est suffisante. La valeur actuelle des flux de liquidités futurs anticipés est la valeur de l'actif sous-jacent. La valeur de l'option d'investissement est égale à la différence entre les revenus attendus et le coût de l'investissement si la rentabilité est suffisante ; cette valeur est nulle dans le cas contraire (plus la valeur temps si l'option n'est pas à échéance). La méthode d'évaluation par les options, en adoptant une mesure alternative de la valeur, permet d'expliquer pourquoi des investissements apparemment destructeurs de valeur peuvent être entrepris par les dirigeants[68]. Il suffit en effet que la valeur de l'option d'investissement liée aux actifs acquis couvre la VAN négative du projet lui-même.

---

[67] Dans le sens financier du terme, le détenteur de l'option possède le droit et non l'obligation d'effectuer une transaction avec une autre partie durant une période ou à une date donnée et à un prix déterminé.

[68] Le critère d'acceptation d'un investissement consiste à considérer comparativement le coût de l'investissement à la valeur actualisée des flux de liquidités y compris la valeur du portefeuille d'options d'investissement.

La notion de possibilités d'actions exprime des hypothèses de comportement des dirigeants qui, dans l'optique d'une maximisation de la valeur globale du projet, sont supposés faire évoluer ces caractéristiques au fur et à mesure de la révélation de l'incertitude. Dans le cas d'un investissement flexible, les dirigeants semblent à même de modifier certains aspects des actifs au cours de la vie du projet et le profil temporel des flux de liquidités en fonction des aléas de la conjoncture économique. Trigeorgis (1995 et 1999) classifie en quatre catégories les opérations réalisables. La liberté d'action du dirigeant se cantonne soit à procéder à l'investissement, soit à accroître son montant, soit à retarder sa mise en œuvre, soit à décider son arrêt ou sa revente. Une opportunité de croissance est définie comme une option réelle offrant le droit d'investir et dont l'exercice dépend de la valeur actuelle des flux de liquidités générés par la gestion des actifs futurs (valeur du sous-jacent). Le droit de désinvestir correspond à une option d'abandon[69]. La caractéristique essentielle de ces options réelles est qu'elles sont attachées à la détention d'actifs préexistants – les actifs en place et les projets d'investissement eux-mêmes, y compris le capital humain[70]. D'autres entreprises peuvent posséder des actifs similaires, et donc posséder aussi une option de même type. Myers en 1977 suggère que la valeur de marché d'une entreprise se mesure à partir de la somme de la valeur de ses actifs en place et de la valeur de ses opportunités de croissance. Il définit les premiers comme ceux dont la valeur ne dépend pas de la décision d'un investissement futur ; c'est-à-dire d'une action du dirigeant. Il précise (1977, p. 147) qu'une valeur positive des opportunités de croissance représente la valeur actuelle d'options d'investissement susceptibles de fournir un taux de rentabilité supérieur au coût du capital. Les décisions d'exercice correspondent à l'expression des droits décisionnels dans la gestion active des dirigeants.

En conclusion, cette approche suppose que les opportunités d'investissement sont des actifs conditionnels dont la valeur dépend des décisions (d'investissement

[69] Les dirigeants peuvent ainsi revenir sur les décisions d'investissement antérieures en modifiant la structure de l'actif de l'entreprise. Cette décision peut être une source de conflits avec les partenaires dans la mesure où elle conduit à modifier le risque de l'entreprise et à accroître les flux de liquidités disponibles.

[70] Ex. : Un professeur d'université a la possibilité d'investir dans la conception d'un ouvrage de gestion seulement s'il détient ou acquiert la connaissance spécifique nécessaire à sa rédaction.

futur) prises par les dirigeants. Cependant, l'intérêt de cette théorie de l'évaluation des projets d'investissement peut être limité pour plusieurs raisons. Les décisions d'investissement devenant contingentes, les profils de la distribution statistique des flux de liquidités deviennent asymétriques par rapport à la moyenne ; l'évaluation des flux s'avérant plus délicate que par le critère de la VAN. La théorie des options suppose que les marchés sont complets et que l'information est parfaite entre les intervenants sur le marché financier. De plus, les facteurs qui déterminent les différentes options sont rarement explicités. Dans le paradigme de la finance organisationnelle, les dirigeants sont censés détenir un avantage informationnel sur les autres partenaires financiers leur permettant de disposer d'une marge discrétionnaire dans les décisions d'investissement et de financement.

3/ Théorie contractuelle et évaluation de l'investissement

Un lien entre les possibilités d'actions du dirigeant et l'ensemble des opportunités d'investissement de l'organisation semble se dessiner. Le principal objectif de cette sous-section est de formaliser l'interaction entre la marge discrétionnaire des dirigeants – liberté de négociation des contrats liant les partenaires – et l'ensemble d'opportunités d'investissement de leur entreprise, qui semble émerger de la forme de ces contrats signés. La réalisation de cet objectif nécessite d'une part, de préciser la notion retenue des investissements selon les théories contractuelles, d'autre part, d'élargir les dimensions de leurs évaluations à la nature et la forme de l'architecture organisationnelle dans laquelle ils seront mis en œuvre et gérés.

a) L'appréhension de l'investissement dans les théories contractuelles

Les premières versions des théories (Jensen et Meckling, 1976 ; Myers, 1977 ; Myers et Majluf, 1984) considèrent que les investissements que peut réaliser le dirigeant sont exogènes à son entreprise, ce qui signifie que l'ensemble d'opportunités dans lequel il est censé choisir les projets à développer est donné. Cet ensemble est supposé déterminé par les opportunités sur les marchés des facteurs de production et des biens et

services sans que les choix du manager n'affectent l'existence de celles-ci. Dans la version statique du modèle de Jensen et Meckling (1976), l'ensemble d'opportunités correspond aux possibilités de transactions avec une contrainte de budget et des prix donnés. Myers (1977) écrit qu'il considère l'existence d'options réelles comme donnée et qu'il ne pose pas la question de savoir si elles proviennent de l'acquisition d'actifs physiques, de dépenses de marketing ou de recherche et développement. Cependant, il précise que les options peuvent être le résultat d'un apprentissage organisationnel ou de la réalisation d'une autre activité.

Même si ces théories considèrent une conception exogène aux entreprises de leurs investissements, elles réfutent l'hypothèse de séparation des décisions d'investissement et de financement en montrant que les choix financiers peuvent avoir une influence sur les choix d'investissements (leur nombre et leur nature et donc la performance de l'organisation)[71]. Supposer l'ensemble des opportunités d'investissement délimité à un moment donné conduit à déterminer un investissement optimal pour les actionnaires compte tenu des coûts d'agence. En deçà et au-delà de ce niveau déterminé par confrontation avec les opportunités d'investissement des investisseurs sur le marché financier, les choix du dirigeant peuvent réduire la valeur des actions de l'entreprise. Certaines modélisations de la théorie positive de l'agence considèrent que la politique de financement est un mécanisme organisationnel susceptible de circonscrire – au moins sur le plan quantitatif – à l'avance l'ensemble des opportunités d'investissement sur lesquelles s'appliquent les choix des dirigeants (Stulz, 1990). L'élargissement des dimensions d'évaluation des investissements à la nature de l'architecture organisationnelle consiste à rendre endogène la nature des investissements.

[71] La valeur d'un projet d'investissement peut être déterminée par la possibilité de maintenir les coûts de production et de transaction en dessous des prix de vente. Selon Smith et Watts (1992) ou Gaver et Gaver (1993), la valeur des opportunités d'investissement semble provenir de situations où les dirigeants parviennent à réduire les coûts de transaction des relations entre les partenaires et la firme (voir la définition de l'entreprise de Fama et Jensen, 1983 a et b). Si la valeur est créée par la négociation entre les partenaires et la firme sur les marchés, cette perspective reste traditionnelle en finance tant que la politique organisationnelle n'affecte pas les incitations des individus à créer ou adopter des innovations.

b) L'émergence des investissements de la forme organisationnelle

En précisant le processus d'émergence des opportunités d'investissement, les théories contractuelles proposent que la forme organisationnelle influe directement sur la nature et la rentabilité des projets qui sont élaborés, puis susceptibles d'être mis en œuvre par les dirigeants.

L'ensemble des opportunités auquel est confronté un individu ou une entreprise est fonction de la connaissance individuelle selon Jensen et Meckling (1992)[72]. Les individus ont une connaissance limitée à deux niveaux. La première limitation est liée à la faisabilité technologique reflétant les connaissances humaines limitées à propos des lois physiques, lesquelles dépendent de l'état de la technologie à un instant donné. La seconde limitation est due aux contraintes physiques propres à chaque personne (rationalité limitée). Les systèmes sensoriels et calculatoires – des capacités à stocker et à traiter de l'information et des canaux de communications entrants et extrants limités – avec lesquels les individus sont dotés sont des ressources rares, donc coûteuse à utiliser. Les individus, possédant rarement toute la connaissance disponible et appropriée, créent constamment de la connaissance et donc l'ensemble des opportunités. Ils sont conduits par la recherche de leurs propres intérêts à acquérir de la connaissance permettant de mieux tirer parti de l'environnement et ils aménagent continuellement les frontières de l'ensemble d'opportunités. Selon la théorie positive de l'agence, les choix actuels de politiques organisationnelles sont supposés influer sur l'ensemble d'opportunités qui seront accessibles à l'avenir dans le sens où elles déterminent les incitations des individus à suivre un comportement souhaité par la direction – utiliser les droits décisionnels avec la connaissance individuelle de manière à contribuer aux objectifs de l'organisation – et les sanctions d'un comportement déviant – utiliser les ressources de l'organisation avec la connaissance individuelle dans un intérêt personnel.

---

[72] Ils se référent à la connaissance spécifique, qui est coûteuse à transférer entre agents. La connaissance concerne les circonstances particulières – pertinente pour arbitrer entre opportunités : compétences spécifiques, préférences des individus, quantité et qualité des ressources… – et les lois scientifiques générales – pertinente pour prédire le résultat d'actions alternatives. Elle peut être produite intentionnellement, résulter de l'expérience ou de la production d'autres activités. Les coûts de transfert sont liés aux limitations des facultés sensorielles et mentales des humains et au délai nécessaire à sa réalisation – plus le transfert est long plus la perte d'opportunité peut être importante (par ex. le caractère périssable des ressources).

L'analyse du rôle des dirigeants dans l'initiative et la mise en œuvre des projets d'investissement est l'occasion de souligner le lien entre le capital humain et les opportunités de croissance. Moussu (2000) suggère que les aménagements de l'architecture organisationnelle déterminent les incitations des partenaires à participer à la firme et à adopter les innovations liées à la conjoncture économique. Ainsi, la nature des actifs[73] impliqués lors de l'allocation des droits décisionnels est susceptible de modifier *ex post* la répartition prévue *ex ante* de la valeur entre les partenaires. Par exemple, l'accroissement du degré de spécificité des actifs peut entraîner des coûts de transaction pour ces derniers.

En conclusion, les possibilités d'investissement pourraient émerger en même temps que les politiques organisationnelles, auxquelles participe la politique financière. En d'autres termes, marge discrétionnaire des dirigeants et opportunités d'investissement des entreprises sont censées être liées en raison de leur co détermination. Selon cette approche théorique, la politique de financement est négociée entre les partenaires impliqués dans l'entreprise, tout en réservant un rôle central au dirigeant qui conçoit, élabore et initie les choix organisationnels. Une seconde proposition théorique associé à cette conception de l'investissement est que l'amélioration de la compréhension du comportement des organisations semble liée à l'élargissement des dimensions incluses dans les critères d'évaluation (des investissements).

Après une étape d'élaboration des projets, un ensemble des choix d'investissement réalisables s'établit par confrontation des projets élaborés et des contraintes de ressources pour définir leur faisabilité, ces dernières traduisant, non exclusivement, le fonctionnement du système de *gouvernance*. Ces ressources peuvent être financières ou non. Ces dernières sont supposées être détenues par les partenaires non financiers et correspondent par exemple à la connaissance spécifique des salariés. La sous-section suivante traite des contraintes exercées *via* les ressources financières.

[73] Ce sont leurs caractéristiques techniques - ignorés dans la théorie néo-classique - exprimées en termes de coût de ré-allocation, de valeur de liquidation, de complexité de l'information nécessaire à la gestion (visibilité et coût de traitement de l'information)…

B) L'expression des contraintes du mode de gouvernance de l'entreprise lors de la recherche de ressources financières

L'évolution de la pensée financière à propos de l'investissement ouvre une nouvelle appréhension des problèmes de financement. Qui détient la maîtrise des choix de financement ? D'un coté, les travaux fondés sur une conception exogène de l'investissement considèrent que les partenaires financiers détiennent *in fine* le contrôle financier de l'entreprise et que l'efficacité de leurs contraintes est censée dépendre de l'importance des ressources détenues. Par exemple, Stulz (1990) supporte l'hypothèse que la politique de financement de l'entreprise, mise en place par ses actionnaires et déterminant la marge discrétionnaire de ses dirigeants, parvient à maîtriser leur politique d'investissement. L'accès aux ressources financières est supposé fixer l'étendue des choix d'investissement réalisables. De l'autre, en considérant que l'investissement émerge de l'organisation, le comportement de financement du dirigeant, visant à réduire les conséquences de la dépendance envers les ressources, est supposé être un moyen de limiter les contrôles des partenaires. Par exemple Zwiebel (1996) propose que, si le dirigeant supporte directement les coûts de sa stratégie personnelle, il sera tenté de manipuler les modalités de financement afin de réduire ceux-ci.

Néanmoins, quelle que soit l'approche considérée, le concept de marge discrétionnaire des dirigeants est intimement lié à la politique de financement des entreprises. Cette sous-section présente comment la nature de financement des entreprises contribue soit à exercer, soit à limiter le contrôle des partenaires.

1/ La nature des modalités de financement contribue à l'exercice d'un contrôle sur la politique des dirigeants

Il s'agit, en premier lieu, de présenter la capacité de financement d'une entreprise afin d'appréhender la diversité des contraintes qui sont censées s'exercer sur

la gestion de son équipe de direction et, en second lieu, dans quelles conditions elles peuvent s'exercer (Williamson, 1985). La littérature sur la théorie contractuelle suppose que la stratégie (optimale) des partenaires de la firme par rapport à la latitude managériale consiste à résoudre le problème d'optimisation entre un coût d'agence de la marge discrétionnaire des dirigeants et les gains potentiels liés aux rentes managériales et aux économies financières – en considérant que le financement interne des firmes est moins onéreux que le financement externe sur le marché financier. Milgrom et Roberts (1992) suggèrent que la dépendance du dirigeant envers des ressources présente le caractère d'un mécanisme de contrôle du comportement managérial, notamment par rapport à la capacité de financement de l'entreprise et ses besoins de financement.

La nature de la capacité de financement d'une entreprise peut être appréhendée selon deux dimensions. D'abord, elle présente une composante interne à la firme correspondant à la somme des valeurs des actifs détenus par l'entreprise relativement aux dépenses engagées par elle pour la production ; c'est-à-dire une rente économique de l'entreprise au-delà du coût d'opportunité des facteurs de production. Cette source de liquidités se décompose en une partie provenant de stocks accumulés durant les périodes antérieures et une partie provenant de l'excédent de trésorerie d'exploitation de la période courante. Selon Charreaux et Desbrières (1998, p. 63), la composante interne des ressources correspond au « résidu non affecté et disponible pour la 'firme' » calculé par la différence entre la valeur créée et les rémunérations explicites versées aux partenaires. Le financement interne est limité par la vigueur de la demande, le degré d'agressivité des concurrents et le coût des consommations intermédiaires sur le marché des biens et services. L'influence des variations des montants de fonds internes sur la marge discrétionnaire et sur les choix de financement fait l'objet de la section 4 du chapitre 2 de la partie suivante. Enfin, la capacité de financement contient une composante externe à l'entreprise correspondant aux ressources qui peuvent être rapidement obtenues auprès des partenaires de la firme (*cf.* par ex. Bancel et Richard, 1998). Les ressources externes peuvent être obtenues diversement. Il peut s'agir par exemple de la cession d'actifs, d'un accès au crédit bancaire ou de l'émission d'obligations et d'actions.

Chacun de ces canaux d'approvisionnement en flux de liquidités est caractérisé par la nature de la discipline que les fournisseurs peuvent exercer sur le comportement

des dirigeants et par les conditions assurant l'effectivité d'un contrôle. Les mécanismes utilisés par les partenaires de la firme afin de limiter les ressources disponibles peuvent conduire à créer une contrainte de financement[74] sur les stratégies des dirigeants ; c'est-à-dire à limiter leur capacité de financement et leur possibilité d'expansion.

- La cession d'actifs de l'entreprise, en tant que moyen d'approvisionnement en ressources, est sujette à l'influence du contexte économique sur la valeur des actifs. Cette activité dépend notamment du degré de spécificité des actifs (Shleifer et Vishny, 1992). Ce point fait l'objet d'une modélisation dans la partie suivante.
- Les contrats de prêts astreignent le dirigeant à des remboursements de fonds réguliers aux créanciers indépendamment du niveau d'activité (nature du contrôle). L'augmentation des rémunérations fixes de facteurs de production dans la valeur créée, constante si la création est indépendante de sa répartition, semble réduire la marge de manœuvre dans la négociation des termes des contrats avec les autres facteurs. Le contrôle des créanciers est censé s'exercer dès qu'ils anticipent un comportement du dirigeant remettant en cause l'occurrence du remboursement (clauses contractuelles et pressions des créanciers durant les périodes économiquement difficiles). La dépendance envers les créanciers bancaires et l'effectivité de leur contrôle peuvent dépendre de la capacité de remboursement de la firme ; celle-ci peut être estimée par le rapport entre le montant du service de la dette et la capacité d'autofinancement dégagée par l'exploitation. De plus, la capacité à emprunter de l'entreprise peut dépendre du prix de ses actifs sur les marchés d'occasion. Ce point fait l'objet d'une modélisation dans la partie suivante.

---

[74] Voir notamment Stiglitz et Weiss (1981) pour le rationnement du crédit au niveau macro, Jensen (1986) pour les mécanismes organisationnels. En estimant l'espace discrétionnaire du dirigeant à partir du niveau des flux disponibles après désintéressement des partenaires, chaque décision d'investissement dont les flux de liquidités sont inférieurs au coût de production – coût de financement compris – devrait conduire à réduire ce premier. Le mécanisme de contrainte de financement devrait conduire à limiter les investissements réalisés contraires aux intérêts des partenaires (financiers), en supposant la possibilité d'évaluer les conséquences des actes des dirigeants. La contrainte financière est donc censée limiter son espace discrétionnaire.

Par ailleurs, la contrainte de financement peut engendrer une distorsion dans la nature des investissements réalisés. D'une part, celle-là tend à accroître la variabilité du montant des investissements de l'entreprise, notamment par rapport à ses possibilités de financement interne (Fazzari *et al.*, 1988). D'autre part, en défavorisant les investissements complémentaires au capital humain des salariés, celle-là peut limiter la capacité de l'entreprise à créer de la valeur à partir de la qualité de ses projets d'investissement.

- L'accès à un financement par fonds propres peut dépendre du climat boursier (*cf.* chap. 1). Le contrôle des actionnaires peut s'exercer dans tous les états de la nature dans la mesure où ils détiennent une créance résiduelle sur les flux de liquidités de l'entreprise. Toutefois, la valeur de celle-ci s'apprécie comparativement aux opportunités sur le marché financier. De plus individuellement, la faiblesse de leur participation peut limiter leur incitation à exercer un contrôle.

En résumé, les décisions réelles des dirigeants peuvent dépendre de la disponibilité et de la nature des ressources financières utilisées dans le sens où celles-ci influent sur les conditions d'exercice et la fréquence des contrôles. L'objectif attribué à la mise en place de mécanismes financiers de contrôle consiste à augmenter la probabilité d'un contrôle externe sur l'espace décisionnel des dirigeants en limitant les possibilités de financement sans l'intervention d'un partenaire de la firme. Autrement dit, la forme des contrats de financement contribue à distribuer les droits de contrôle sur l'activité de l'entreprise afin de réduire l'espace discrétionnaire de ses dirigeants. Toutefois, certaines actions des dirigeants peuvent avoir pour objectif de réduire, à l'avenir, les disciplines exercées par les partenaires. Les décisions d'investissement et de financement des dirigeants peuvent exercer une influence sur la nature, l'effectivité et la force des contraintes exercées par le système de *gouvernance* dans un cadre dynamique.

2/ La nature des modalités de financement limite l'exercice d'un contrôle sur la politique des dirigeants

En considérant que l'investissement émerge de la forme organisationnelle conjointement aux systèmes de contrôle censés le contenir, il est supposé que la politique de financement constitue un moyen permettant aux dirigeants de poursuivre de manière autonome leur politique d'investissement (Wirtz, 2002). Les dirigeants retireraient un gain d'utilité de l'aménagement de l'architecture organisationnelle en se soustrayant à l'exercice du contrôle des fournisseurs de ressources. L'identification, en premier lieu, des coûts des stratégies de financement des dirigeants conduit à proposer

les principaux arbitrages, financiers et sur les investissements, qu'ils sont supposés effectuer, en second lieu.

Les choix antérieurs en termes de ressources financières sont supposés déterminer les coûts que les dirigeants supportent en raison de leurs stratégies. Ces coûts représentent, *primo* la perte d'utilité supportée par le dirigeant en cas de faillite liée à un endettement excessif ou en cas de perte de contrôle du capital induite par des émissions d'actions trop nombreuses et, *secundo*, une perte d'autonomie dans les décisions réelles et financières. Cependant, si les choix de financement sont dictés par les motivations personnelles des dirigeants plutôt que par l'objectif de maximisation de la valeur des actions, ils devraient avoir pour finalité de limiter l'exercice du contrôle des partenaires, éventuellement sous contrainte.

La détention de flux de liquidités excédentaires – par rapport à ceux qui sont nécessaires à la gestion de la firme assurant la pérennité de l'exploitation et maximisant la valeur des actions – peut permettre à un dirigeant de rester plus facilement indépendant du marché financier et de poursuivre ses propres objectifs *via* la politique d'investissement et les choix de répartition de la valeur créée par la firme. Sur le plan pratique, la mesure de l'autofinancement adaptée à cette approche est probablement mieux appréciée en considérant la capacité de financement (au sens traditionnel) mais en soustrayant les fonds nécessaires aux remboursements des dettes émises antérieurement et, dans une certaine mesure, les dividendes versés.

Cela représente aussi l'intérêt pour le dirigeant de manipuler la nature des fonds collectés à l'extérieur de l'entreprise, notamment en fonction de son anticipation sur le contexte économique et boursier qui prévaudra dans le futur. Ainsi, le choix des actifs financiers à émettre devrait viser à la constitution « d'une réserve de flexibilité permettant aux dirigeants de se soustraire à la discipline exercée par les apporteurs de capitaux. » (Charreaux, 1997, p. 435). Toutefois, si la valeur créée est indépendante de sa répartition, une stratégie visant à limiter l'influence d'un groupe d'intérêt s'effectue souvent sous la forme d'un accroissement de la dépendance vis-à-vis d'un autre groupe de partenaires. « Ainsi, le recours à l'endettement s'il permet d'échapper au contrôle des actionnaires, entraîne simultanément un renforcement de celui des créanciers. » (même source).

La politique d'investissement peut aussi permettre participer à la limitation des contrôles financiers. Les dirigeants peuvent utiliser les ressources de l'entreprise dans l'objectif d'altérer le fonctionnement des modes de contrôles à l'avenir. Shleifer et Vishny (1989) argumentent que la complémentarité des investissements des entreprises par rapport au capital humain des dirigeants rend imparfait le fonctionnement des mécanismes de contrôle et accroît leur enracinement. Pour Stiglitz et Edlin (1992), la spécificité des actifs est une condition au développement d'un avantage informationnel au profit du dirigeant sur les autres partenaires de la firme, ce qui lui permettra d'élargir son espace discrétionnaire. Le développement de l'enracinement, conjointement à un élargissement de l'espace discrétionnaire, est supposé élargir le choix des partenaires financiers du dirigeant. Toutefois, il faut apprécier l'influence de la spécificité des actifs sur la position du dirigeant selon ces deux derniers objectifs.

En d'autres termes, la marge discrétionnaire peut dépendre de la disponibilité de ressources et de la nature des fonds utilisés ; c'est-à-dire le montant du financement externe potentiel et la répartition de celui-ci. Globalement, la question du contrôle des choix de financement est en relation avec la problématique concernant la relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise (*cf.* Moussu, 2000).

* * *

* *

*

Cette section répond à un besoin de clarification du concept de marge discrétionnaire des dirigeants afin d'appréhender les relations entre le désir supposé des dirigeants d'accroître leur espace discrétionnaire et leur choix de financement des entreprises, sur des dimensions susceptibles d'être affectées par les fluctuations économiques[75]. La solution proposée a été de décrire, d'une part, les choix

[75] Wirtz (2002) apprécie la notion d'espace discrétionnaire à partir de deux dimensions : le temps et la disponibilité de financement. Selon lui, il faut prendre en compte les contraintes exercées par la *gouvernance* de l'entreprise (*via* la recherche de ressources) sur le comportement des dirigeants et les actions exercées par les dirigeants (*via* l'allocation de ressources) sur les contraintes de la *gouvernance*. Dans un cadre évolutionniste, il suppose que l'investissement émerge de la forme organisationnelle à un moment donné, ce qui justifie sa dimension temps. Bien que différente, l'approche retenue dans cette section est complémentaire dans le sens où les possibilités d'investissement sont substituées à la …/

d'investissement des dirigeants parmi l'ensemble d'opportunités de l'entreprise, d'autre part, les choix de financement parmi l'ensemble constituant la capacité de financement de l'entreprise.

- Espace discrétionnaire et ensemble d'opportunités semblent liés à plusieurs titres. L'élargissement des dimensions étudiées permet d'appréhender les distorsions que les dirigeants peuvent pratiquer sur les investissements des entreprises tant sur le plan quantitatif (taux de rentabilité) que qualitatif (les aspects organisationnels des projets). Les options d'investissement peuvent être considérées comme l'expression de leur latitude discrétionnaire dans les décisions réelles dans la mesure où elles sont conditionnelles à l'évolution de l'environnement. De surcroît, la similitude des deux concepts apparaît en considérant que les opportunités d'investissement émergent de la forme organisationnelle, c'est-à-dire des projets mis en œuvre antérieurement par les dirigeants.
- Latitude managériale et politique de financement semblent liés à plusieurs titres. La proposition de Stulz (1990), selon laquelle la politique financière peut être utilisée par les partenaires financiers pour limiter les coûts d'agence entre eux et assurer le contrôle du dirigeant, doit être étudiée à la lumière de la proposition inverse soutenue par les tenants de la théorie du gouvernement de l'entreprise, selon laquelle le dirigeant parvient à altérer le fonctionnement futur des mécanismes organisationnels en manipulant les choix de financement.

Ainsi, le débat a conduit à s'interroger sur l'identité du décideur des décisions de financement. Cette interrogation incite, dans les sections suivantes, à présenter comment s'organise le financement des projets d'investissement, en distinguant les apports des théories contractuelles « classiques » de celles plus récentes accordant un rôle actif aux dirigeants. Qui plus est, la relation entre la dotation de l'entreprise en options d'investissement, la marge discrétionnaire de ses dirigeants et sa politique de financement est explicitée selon les partenaires financiers considérés.

(*suite de la note de bas de page n° 75*) dimension temporelle comme déterminant de la marge discrétionnaire ; celle-ci étant appréhendée à travers les cycles économiques introduits dans la partie suivante.

Section 2 : Opportunités d'investissement, marge discrétionnaire et possibilités de financement offertes aux dirigeants par les partenaires financiers

En considérant que les créanciers et les actionnaires détiennent un pouvoir suffisamment important pour maîtriser la politique de financement des entreprises, cette section a pour objet d'étudier leurs intérêts à satisfaire les besoins de financement des entreprises exprimés par leurs dirigeants. Comment les quantités que les apporteurs de fonds sont prêts à offrir et les prix qu'ils requièrent pour le faire déterminent-ils la capacité de financement de l'entreprise ? Comment ces actions restreignent-elles la marge discrétionnaire des dirigeants ? Des réponses peuvent être obtenues en recourant à la théorie contractuelle des organisations, qui suggère que les partenaires sont supposés réagir aux chocs sur la valeur du portefeuille d'opportunités exogènes.

La présence d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'actifs de l'entreprise est censée affecter les coûts d'opportunité des prêteurs de fonds. La théorie positive de l'agence propose le schéma de causalité suivant. La présence d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'actifs de la firme peut créer des conflits d'intérêts entre les partenaires, engendrant, outre une perte résiduelle, une dépense supplémentaire pour chacun d'eux afin de protéger la rémunération de sa participation à la création de la valeur. Plus la proportion de la valeur de la firme représentée par les opportunités d'investissement s'accroît, plus les possibilités d'observations des actions des dirigeants décroissent en raison de la hausse du coût du contrôle liée à une asymétrie informationnelle plus importante entre ceux-ci et les investisseurs (Stiglitz et Edlin, 1992 ; Smith et Watts, 1992)[76]. Cet argument a déjà été utilisé par Diamond (1984) pour supporter l'hypothèse d'un rationnement du crédit des entreprises. Anticipant ce coût, les investisseurs, notamment ceux détenant une créance fixe, peuvent être tentés de réduire le montant des avances monétaires qu'ils sont prêts à effectuer, car leur valeur est plus sensible au risque de l'entreprise.

[76] p. 275 *"managers' actions are less readily observable if the firm has more investment opportunities. It is difficult for outsiders who do not have the manager's specific knowledge to observe all the possibilities from which the manager chooses".*

Pour les actionnaires, les coûts d'agence associés au sous- ou surinvestissement résultent de l'écart entre l'investissement optimal (maximisation de la valeur des titres) et l'investissement effectivement réalisé (qui appartient à l'espace discrétionnaire du dirigeant). Le problème découle de l'imparfaite superposition de l'espace discrétionnaire et de l'ensemble d'opportunités d'investissement. D'un coté, une partie des projets proposés et mis en œuvre par l'équipe de direction peut être connue de la communauté financière, donc évaluée dans le cours de la société. De l'autre, en considérant ce dernier exogène à l'entreprise, il devrait être observable depuis, et être évalué par, le marché financier. De plus, si l'investissement réalisé par le dirigeant est aussi observable, les actionnaires devraient utiliser des mécanismes organisationnels susceptibles de réduire cette imparfaite superposition. Cependant, si les dirigeants investissent en premier dans les projets présentant les valeurs les plus importantes parmi ceux appartenant à leur espace discrétionnaire, le coût de la discrétion managériale pour les actionnaires décroît avec l'augmentation de la valeur du portefeuille d'investissement. Ainsi, les besoins de recourir à l'endettement, pour contrôler les dirigeants, sont supposés être moindres dans ces conditions.

Au total de ces deux approches, l'endettement des entreprises devrait diminuer lorsqu'elles présentent des projets d'investissement plus nombreux et plus rentables, afin de réduire les coûts des conflits d'intérêts. De nombreuses recherches empiriques ont établi un lien négatif entre la présence d'opportunités de croissance dans leurs portefeuilles et le niveau d'endettement de la structure financière des entreprises[77]. Néanmoins, plusieurs arguments soutiennent cette hypothèse et il convient de les confronter. Cette section est articulée en deux sous-sections, étudiant comment les deux principaux fournisseurs de fonds (§A) (§B), en réagissant aux variations de valeur du portefeuille d'options d'investissement, sont censés déterminer les possibilités de financement offertes aux entreprises.

[77] La théorie de l'agence est testée soit, en coupes instantanées (Smith et Watts, 1992 ; Gaver et Gaver, 1993) soit par des études longitudinales (Lasfer, 1995 ; Lang, Ofeck, Stulz, 1996), soit en données de panel en combinant les deux précédentes dimensions (Gul, 1999). Rajan et Zingales (1995) proposent une analyse de cette relation en dehors du cadre de la théorie de l'agence.

A) Opportunités d'investissement et intérêts des créanciers à financer la firme

Cette sous-section s'attache à montrer que les projets d'investissement peuvent entraîner un coût pour les créanciers de la firme et que ces derniers, en anticipant une telle éventualité, réduisent leur apport. La littérature sur le rationnement du crédit[78] fonde l'instabilité de la part de financement assurée par dette sur les comportements adoptés par les prêteurs et les emprunteurs en réponse à l'information asymétrique qui entache la qualité des projets des seconds (par exemple Stiglitz et Weiss, 1981 ; Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988). L'accent est mis sur l'existence d'un partage inéquitable de l'information concernant le risque de défaillance des prêts destinés à financer les projets d'investissement. Cette asymétrie informationnelle peut être considérée soit pré soit post-contractuelle ; elle peut attribuer un rôle particulier aux garanties contractuelles et peut exercer une influence sur le contenu juridique des contrats de financement. Ces quatre points sont successivement développés.

Selon Stiglitz et Weiss (1981) et Greenwald, Stiglitz et Weiss (1984), l'asymétrie d'information sur les actifs de la firme entre les créanciers et les dirigeants conduit les intermédiaires financiers à pratiquer un rationnement du crédit afin de limiter les coûts de transaction et de maximiser leurs profits. La hausse des taux d'intérêt réels et la difficulté des affaires durant une récession conduisent à ce que les projets à financer soient plus risqués (relation de cause à effet résultant de la sélection adverse sur le marché du crédit), ce qui réduit le gain anticipé de la hausse des taux. Plus l'asymétrie d'information entre les créanciers et les dirigeants est importante, plus le coût d'agence sur la dette est élevé, plus le crédit est rationné, plus la part de la dette dans le financement externe est faible. Par ailleurs, plus le nombre de projets d'investissement est élevé, plus l'information devient complexe et son traitement onéreux, et plus les conséquences de l'asymétrie informationnelle sont importantes.

[78] Celui-ci peut se manifester sur un marché à l'équilibre, mais en situation d'information imparfaite, à travers deux situations suivantes : (i) toutes les demandes de crédits d'entreprises homogènes ne sont pas acceptées par les établissements de crédit, même si certaines sont prêtes à payer un taux d'intérêt plus élevé ; (ii) pour une quantité de fonds prêtables donnés, certaines entreprises ne peuvent emprunter quel que soit le taux d'intérêt, mais pourraient le faire si l'offre était plus large.

Pour Diamond (1984) et Williamson (1987), le rationnement du crédit ne provient pas d'un effet *ex ante* de sélection adverse, mais des coûts de contrôle *ex post* de l'activité des entreprises. Toutefois, l'argumentation du rationnement est identique à celle de Stiglitz et Weiss (1981). Pour les établissements de crédit, la hausse des coûts de surveillance due à une augmentation des taux d'intérêt peut excéder le gain de valeur des remboursements des prêts accordés afin de financer les projets. Le gain associé à l'économie de coûts de surveillance engendrée par une baisse des taux d'intérêt peut compenser la perte de valeur des remboursements. D'une part, le taux d'intérêt affectant directement la probabilité que les emprunteurs ne puissent faire face aux remboursements fixes de la dette, influe sur les coûts de contrôle *ex post*. D'autre part, lors des procédures d'audit, l'information nécessaire pour appréhender la rentabilité des projets et ses déterminants est d'autant plus complexe que le nombre de projets entrepris est important ; cela tend à accroître les coûts de vérification. Ces deux facteurs sont supposés exacerber le rationnement du crédit pratiqué. Lorsque les opportunités d'investissement sont importantes (notamment à la fin de la période de récession et au début du boom économique), l'hypothèse d'un rationnement du crédit signifie une relation inverse entre la part de la dette utilisée dans le financement et les coûts de contrôle subis par les créanciers. Une synthèse de ces modèles montre que les relations précédentes provoquent une sensibilité accrue des marchés financiers aux chocs exogènes (Guile, 1994 ; Cieply, 1997).

Par ailleurs, les coûts d'agence associés aux financements par dettes sont influencés par la valeur des sûretés patrimoniales présentées par les débiteurs. En effet, le taux d'endettement influe fortement sur le risque de faillite notamment durant le déroulement du cycle économique. Selon Bernanke et Gertler (1989), l'exercice d'un contrôle de l'activité des entrepreneurs par les créanciers et les coûts qui lui sont associés dépendent de la probabilité de défaut de remboursement. Ces coûts sont importants lorsque la valeur anticipée de l'entreprise et de ses projets est inférieure à la valeur de l'apport des créanciers. Pour des sûretés financières supérieures aux montants des crédits accordés, les coûts d'agence de la dette sont faibles. L'augmentation de la valeur de l'entreprise (durant la croissance) peut réduire le coût d'agence à niveau de la dette constant.

Enfin, Kahan et Yermack (1998) suggèrent que la présence d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'actifs de l'émetteur peut affecter le contenu des contrats de dettes. En effet, plus la valeur du portefeuille d'options augmente, plus les clauses contractuelles semblent être des limites inefficaces et coûteuses aux pouvoirs des dirigeants. Pour eux, dans les entreprises fortement dotées d'options, la clause de conversion en actions des obligations se substitue aux clauses contractuelles qui limitent la marge discrétionnaire des dirigeants. La conversion des obligations convertibles semble limiter l'impact sur la valeur des dettes de l'augmentation du risque d'exploitation par exemple, c'est-à-dire qu'elle peut avoir pour objet de réduire l'incitation des dirigeants à prendre des décisions conduisant à des transferts de richesse entre les obligataires et les actionnaires (coûts d'agence).

En résumé, les imperfections informationnelles sur le marché financier sont censées conduire les créanciers de la firme à réduire le montant de leur participation dans le financement lorsqu'ils anticipent une augmentation du nombre et du risque des projets d'investissement. La plupart des études empiriques sur le comportement d'endettement de la firme tiennent compte des opportunités de croissance dans leurs régressions. Quelle que soit la variable utilisée pour les estimer, la majorité de celles-ci obtiennent des coefficients négatifs entre les options d'investissement et la variable représentant l'endettement. Cependant, il semble que la sensibilité de la valeur des titres financiers à la présence d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'actifs de la firme soit liée à la nature de ceux-ci.

B) Opportunités d'investissement et intérêts des actionnaires à financer la firme

Dans le sens où la valeur de marché des sociétés intègre la valeur des flux futurs liée à la détention des titres, le patrimoine des actionnaires est positivement lié au nombre et à la valeur d'options réelles détenues par l'entreprise. Toutefois, les opportunités d'investissement peuvent conduire à des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et donc à ce que les premiers utilisent la politique de financement pour en réduire la portée. Les théories contractuelles supposent que la rentabilité des projets dans lesquelles l'entreprise investit n'est pas indépendante du

coût d'opportunité du capital sur le marché financier et que l'objectif de valeur à maximiser associé aux différents modèles est la valeur actionnariale. Dans un premier temps, l'argumentation s'articule autour du risque d'investissement sous-optimal selon la dimension de la rentabilité, en supposant que les dirigeants agissent pour le compte des actionnaires. Dans un deuxième temps, l'étude du coût d'agence associé à la discrétion managériale permet d'appréhender l'influence des variations de valeur du portefeuille d'opportunités d'investissement sur le patrimoine des actionnaires selon l'approche traditionnelle (Stulz, 1990). Dans un troisième temps, la relation entre la valeur des opportunités d'investissement et le coût de la discrétion managériale pour les actionnaires est reconsidérée à partir des travaux de Jung, Kim et Stulz (1996), afin de proposer des implications théoriques à propos de la politique de financement – en supposant que les actionnaires parviennent à contrôler financièrement les investissements des dirigeants poursuivant leurs propres objectifs.

1/ Le caractère sous-optimal de l'investissement peut être apprécié quantitativement, soit lorsque le montant total réalisé de dépenses est inférieur à celui maximisant la valeur des titres, soit lorsqu'il est supérieur à ce montant.

- La théorie développée par Myers (1977) du sous-investissement indique que les dirigeants réduisent le niveau de la dette dans la structure de financement afin de maximiser la richesse des actionnaires lorsque la firme possède des opportunités de croissance. En raison de la responsabilité limitée des actionnaires, les créanciers peuvent profitent prioritairement de la hausse de la valeur des options d'investissement ; ce qui représente un transfert de richesse potentiel des actionnaires vers les créanciers. En effet, la différence entre la valeur de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice (*i.e.* la valeur de l'option à échéance si la rentabilité est positive) se réduit avec la taille du remboursement promis aux créanciers ; ce qui réduit la probabilité d'exercice, donc la valeur du portefeuille d'actifs. En raison de cette perte de valeur représentant un coût d'agence supporté par les actionnaires, les dirigeants cherchent à réduire le niveau de l'endettement dans le financement des projets d'investissement. Ces coûts d'agence pouvant être liés à un excès d'endettement sont parfois considérés comme des coûts de faillite. Des niveaux d'endettement élevés dans la structure de financement peuvent conduire à refuser des projets rentables en augmentant le coût moyen pondéré du capital. L'exercice des options d'investissement, dans ce cadre de l'article de 1977,

conduit à un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers lorsque la dette est risquée. Selon Myers, l'utilisation de fonds propres permet de limiter le coût d'agence de la dette sur le financement des opportunités de croissance. Sous des hypothèses restrictives[79], il montre que le coût d'agence de la dette sera d'autant plus élevé que la valeur des options d'investissement est importante par rapport à celle des actifs en place. Selon cette théorie**,** une relation négative est supposée entre les options d'investissement détenues et l'endettement.

- Dans le cadre de la théorie de l'agence, Jensen (1986) suppose que les actionnaires ont intérêt à augmenter le niveau de la dette afin de limiter le coût d'agence de la marge discrétionnaire lorsque les besoins de financement des dirigeants possédant peu d'opportunités de croissance sont faibles. Dans cette situation, les dirigeants possèdent probablement des flux de liquidités excédentaires[80] générant un conflit d'agence quant à leur utilisation en raison d'un risque de surinvestissement ; c'est-à-dire une probabilité non nulle que le montant des dépenses d'investissement soit supérieur à celui qui maximise la valeur actuelle nette des actions. Les sorties des flux de liquidités de l'entreprise destinés aux remboursements de la dette sont censées réduire la marge discrétionnaire des dirigeants, c'est-à-dire la probabilité qu'un dirigeant utilise les fonds en dehors des projets jugés suffisamment rentables. Si le mécanisme décrit est pertinent, une relation négative est supposée entre le niveau des opportunités de croissance et le niveau d'endettement.

Selon Zwiebel (1996), ces deux explications supposent l'existence d'une forme de contrainte sur le comportement du dirigeant qui s'exerce *ex post* afin de conduire celui-ci à maintenir le niveau d'endettement défini par les partenaires financiers. Il souligne que les dirigeants n'ayant pas les mêmes intérêts que ces derniers peuvent rechercher un niveau d'endettement différent de celui imposé ; s'il n'existe pas une forme de contrainte après l'accord sur le choix d'une structure financière, les dirigeants pourraient modifier celle-ci de manière à ce qu'elle participe mieux à la réalisation de leurs objectifs. Toutefois, la revue de la littérature permet d'identifier certaines

[79] Dettes risquées, à échéance postérieure à la date d'exercice des options.

[80] Ce sont des flux en excès de ceux nécessaires à la poursuite du financement de tous les projets dont le taux de rentabilité interne est au moins égal au coût moyen pondéré du capital

conditions qui permettent d'aligner les intérêts des partenaires, et donc de réduire les coûts d'agence.

2/ Selon le principal argument avancé par Jung, Kim et Stulz (1996)[81], les intérêts des actionnaires et des dirigeants coïncident probablement mieux lorsque les projets d'investissement sont rentables. Cela revient à supposer, comme dans le modèle de Stulz (1990 p. 12), que le montant optimal pour les actionnaires de fonds collectés par émissions d'actions et alloués au dirigeant s'accroît avec le produit marginal des opportunités d'investissement détenues par la firme. Afin d'appréhender la portée de cette hypothèse, il faut préciser dans un premier temps la définition du coût de la marge discrétionnaire selon Stulz (1990). Dans un second temps, l'interrogation porte sur la relation entre ce dernier et la valeur des opportunités de croissance.

- Le coût d'agence de la discrétion managériale est lié au risque de surinvestissement et de sous-investissement de la part des dirigeants des entreprises caractérisées par la séparation des fonctions de direction et de propriété. Toutefois, Stulz (1990) précise que le risque de sous-investissement n'est pas lié à la nature risquée des dettes de l'entreprise en période de difficulté économique (le coût d'agence de la dette) mais à l'absence de crédibilité des politiques d'investissement et de financement des dirigeants sur les marchés financiers. Autrement dit, la sous-optimalité de l'investissement n'est pas liée au conflit d'agence actionnaires – créanciers mais à celui entre les actionnaires et les dirigeants, qui poursuivent des objectifs de croissance de l'entreprise par exemple. Clairement, le risque de surinvestissement dépend de deux facteurs : le coût d'opportunité du capital et la rentabilité anticipée des opportunités d'investissement en fonction du montant investi. Le choix d'un critère d'évaluation des projets est susceptible d'influer sur la probabilité de surinvestissement.

- La relation entre la valeur des opportunités d'investissement et le coût d'agence de la discrétion managériale peut être précisée en supposant un comportement d'investissement particulier des dirigeants et sous quelle condition la décision d'investissement influence la valeur des titres financiers.

[81] Repris par Opler, Pinkowitz, Stulz et Williamson (1997) pour expliquer les comportements d'autofinancement.

Le modèle de surinvestissement de Stulz (1990) et les modèles apparentés présupposent que les dirigeants commencent par investir en priorité dans les projets les plus rentables (au sens du critère de la VAN). Il considère que l'utilité retirée par le dirigeant de la décision d'investissement est positivement associée à la valeur pour les actionnaires des projets mis en œuvre[82]. Elle permet de s'assurer que les dirigeants investissent dans les projets de bonne qualité (VAN élevée) avant ceux de mauvaise qualité (VAN < 0) (*cf.* partie 2, chapitre 2, section 3)[83]. Il existe des propositions alternatives à cette hypothèse[84].

Adjointe à l'hypothèse de rendement décroissant sur les investissements, cette hypothèse sur le comportement d'investissement est une condition nécessaire à l'existence d'un risque de sous-investissement (perte de projets à VAN positive en raison de l'absence de fonds) et de surinvestissement (mise en œuvre de projets à VAN négative en raison de l'excès de fonds) donc à l'origine du coût de la marge discrétionnaire des dirigeants. Plus la rentabilité offerte aux actionnaires finançant les projets est importante, plus le coût du premier est important proportionnellement au coût du second. Plus la rentabilité anticipée des projets est faible, plus le coût du second est important.

Conséquemment, l'augmentation du nombre et de la valeur des options d'investissement détenues par le dirigeant d'une entreprise peut conduire à réduire les conséquences pour ses actionnaires du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation de la valeur du portefeuille est associée à une

---

[82] P. 7 : *"each unit of investment is assumed to produce perquisites that is an increasing function of the investment net present value…this assumption insures that management invests positive amounts in positive net present value first."*

[83] Selon Stulz (1990), cette proposition est motivée par le fait que le dirigeant valorise la disponibilité de ressources sous son contrôle. Or la réalisation de projets à faible valeur tend à limiter le montant de ressources disponible. Il semble que l'auteur suppose que les mécanismes de *gouvernance* mis en place par les actionnaires ne sont pas efficaces pour contraindre le comportement d'investissement, mais le sont pour imposer une structure de financement.

[84] Elle est cohérente avec l'incitation des dirigeants afin de rester en place (Zwiebel, 1996 : retirer une utilité de la valeur créée). Elle est à mettre en relief avec celle de Castanias et Helfat (1992) selon laquelle le développement des rentes managériales conduit les dirigeants à assurer une rentabilité minimum satisfaisant les actionnaires. La volonté d'enracinement des managers peut conduire à l'efficience dans la sélection des projets d'investissement selon ces derniers. Pour la plupart des propositions liées à cette théorie, le développement de l'enracinement s'effectue dans un premier temps par la réalisation d'une performance élevée comparativement au marché.

réduction du coût de surinvestissement. En d'autres termes, le surinvestissement, au moins sur une dimension quantitative, devrait être moindre lorsque l'entreprise possède des opportunités d'investissement intéressantes[85].

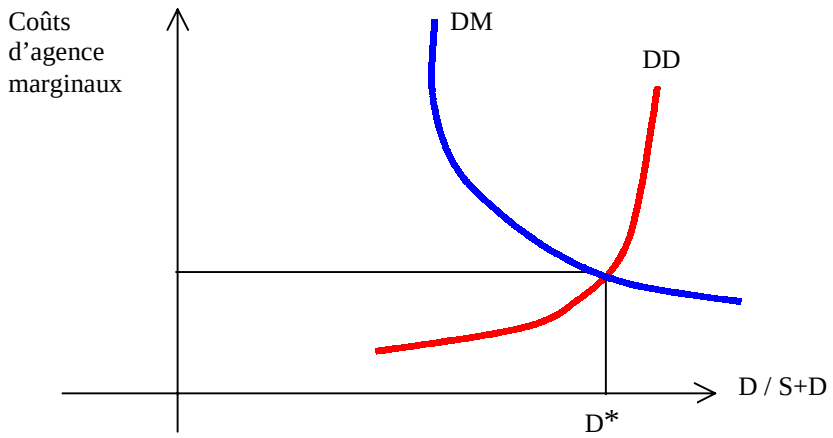
3/ L'article de Stulz (1990) reliant la marge discrétionnaire des dirigeants à la politique de financement censée corriger leur politique d'investissement permet d'éclairer l'objet d'étude. En effet, la politique de financement, tant qu'elle est maîtrisée par les actionnaires, permet de réduire la capacité des dirigeants à poursuivre leurs propres objectifs en jouant sur le montant des ressources disponibles dans le futur. Aux yeux des actionnaires, l'endettement optimal semble correspondre à un arbitrage entre le coût d'agence de la marge discrétionnaire et celui de la dette. Cependant, les variations de valeur du portefeuille d'options d'investissement devraient influencer sur ces deux coûts d'agence.

- Dans les théories modernes du financement, l'endettement de l'entreprise en réduisant les dépenses d'investissement, quelle que soit la conjoncture, influe sur la valeur des titres parfois positivement en limitant le risque de surinvestissement et parfois négativement en augmentant la probabilité que la firme sous-investisse. La politique de financement de l'entreprise peut être utilisée pour réduire à la fois le coût d'agence de la discrétion managériale et le coût d'agence de la dette, mais pas simultanément selon Stulz (1990). Dans l'approche de Jensen (1986) et de Stulz (1990), le coût d'agence de la latitude managériale pour les actionnaires est associé négativement à l'endettement de la firme. Le risque de surinvestissement est d'autant plus faible que l'endettement est important. Dans l'approche de Jensen et Meckling (1976) ou de Myers (1977), les coûts de la relation d'agence entre les créanciers et la firme sont croissants avec son endettement pour un portefeuille d'options donné. Le montant optimal d'endettement correspond à la structure de financement où le coût

[85] Sur le plan empirique, Pilotte (1992) propose de relier la réaction des investisseurs à l'annonce d'émissions de titres par les entreprises à leurs dotations en opportunités de croissance. Il note que les réactions sont moins fortes, mais toujours négatives, pour les entreprises de croissance par rapport aux entreprises matures. Selon lui, la théorie de Jensen (1986) est partiellement corroborée. En effet, l'augmentation de la valeur du portefeuille d'opportunités des émetteurs réduit la réaction défavorable des investisseurs aux émissions de dettes et d'actions, mais elle n'en reste pas moins négative. Ses tests ne confirment pas l'hypothèse de Fazzari *et al.* (1988) suivant laquelle les entreprises faisant face à une forte asymétrie d'information et dont la valeur des projets est élevée connaissent les réactions des investisseurs

d'agence marginal de la discrétion managériale est équivalent à celui de la dette (*cf.* Jung *et al.*, 1996).

Graphique n° 3 : Détermination de la structure de financement optimale en fonction des coûts d'agence associés au financement par dette et à la discrétion managériale.



Légende : L'endettement optimal est le montant de dette pour lequel le coût marginal d'agence de la dette (DD) égale le coût marginal d'agence de la discrétion managériale (DM) pour un niveau donné de l'ensemble d'opportunités d'investissement[86].

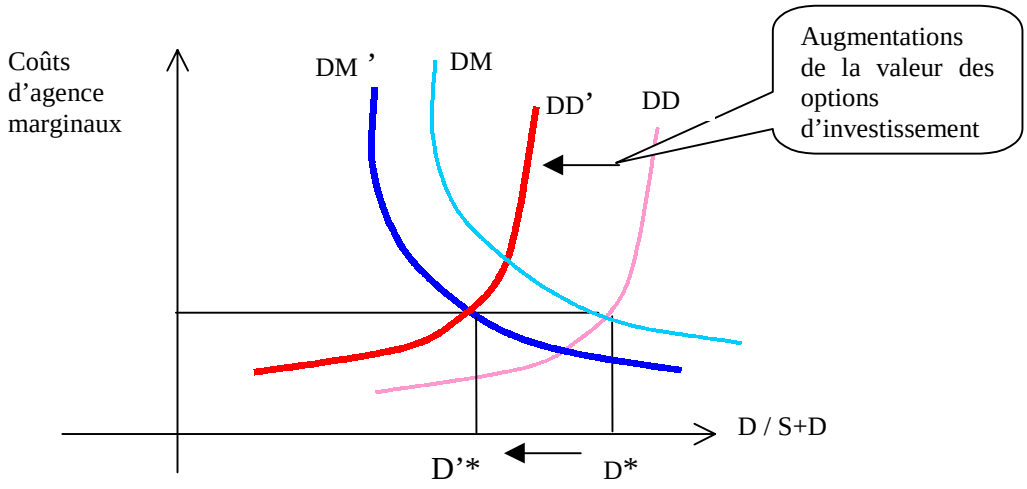
À partir du modèle, il est possible de déduire l'incidence de l'augmentation de la valeur des options d'investissement sur le niveau de la dette dans la structure de financement. L'augmentation de la valeur des options d'investissement peut contribuer à l'alignement des intérêts, en réduisant le coût d'agence de la latitude managériale pour les actionnaires. Pour un niveau d'endettement donné, la valorisation par le marché de nouveaux débouchés (présentant un taux de rentabilité supérieur au coût du capital) réduit le risque de surinvestissement si les dirigeants choisissent ces projets en

(*suite de la note de bas de page n° 85*) les plus fortes à l'annonce d'émissions de titres. Les études empiriques de Cooney et Kalay (1993), et de Denis (1994), renforcent les conclusions de Pilotte (1992).

[86] Le coût d'agence associé à la marge discrétionnaire est représenté par la courbe DM dans le Graphique n° 3 (Discrétion Managériale) comme une fonction décroissante du taux d'endettement (D/D+S). De plus, la réduction du coût est supposée s'effectuer à taux décroissant, ce qui traduit l'hypothèse selon laquelle plus l'endettement augmente moins la pression sur le comportement de surinvestissement du dirigeant est forte. Le coût d'agence de la dette, représenté par la courbe DD dans le même graphique, croît avec le taux d'endettement à un taux croissant, ce qui traduit un risque de sous-investissement d'autant plus important que le taux d'endettement est élevé pour le portefeuille d'options donnée. Cette égalisation est représentée sur le Graphique n° 3 par l'intersection des courbes DM et DD au point D*.

priorité[87]. À l'opposé, l'augmentation de la valeur des projets d'investissement conduit à accroître le coût du sous-investissement lié à la dette pour un taux d'endettement donné, car les actionnaires ont plus à perdre[88]. La minimisation des coûts marginaux totaux conduit à un équilibre où la part financée par l'endettement est plus faible, lorsque l'entreprise connaît une augmentation de la valeur de ses options d'investissement[89].

Graphique n° 4 : Influence des variations de valeur des options d'investissement sur le taux d'endettement optimal en fonction des coûts d'agence de la dette et de la discrétion managériale (Source Jung, Kim et Stulz, 1996, p. 163).



Légende : Une valorisation de l'ensemble des opportunités d'investissement réduit le coût marginal d'agence de la discrétion managériale (de DM à DM') et le coût marginal d'agence de la dette (de DD à DD'), tel que le niveau d'endettement optimal se réduit. Les formes des courbes sont justifiées dans la note de bas de page n° 86.

En bref, cet exposé vise à supporter la proposition selon laquelle les variations de l'espace discrétionnaire des dirigeants, notamment à partir d'une valorisation des options sur le marché financier, influent sur le patrimoine des partenaires de la firme et la politique de financement dans la mesure où elle est établie selon leurs critères. En

[87] Le coût marginal d'agence de la marge discrétionnaire est représenté par DM ', à gauche de DM dans le Graphique n° 4.

[88] Cette situation est représentée par la courbe DD ' à gauche de la courbe DD sur le Graphique n° 3.

[89] Le taux d'endettement optimal est D'*, inférieur à D* lorsque la valeur des opportunités d'investissement augmente.

d'autres termes, ce sont ces derniers qui décident *in fine* de la nature du financement collecté par l'entreprise.

* * *

* *

*

Cette section a permis d'étayer la relation entre la latitude discrétionnaire des dirigeants et leurs décisions de financement à partir du lien entre les opportunités d'investissement détenues par les entreprises et leur politique de financement, en considérant que celle-ci est maîtrisée par les apporteurs de ressources financières. Les différents mécanismes par lesquels les variations de valeurs des options d'investissement peuvent influencer le coût d'opportunité des apporteurs de capitaux ont été présentés en distinguant les réactions des créanciers et celles des actionnaires. L'ensemble des possibilités de financement offertes aux dirigeants devrait être partiellement délimité par les quantités que sont prêts à offrir les apporteurs de fonds et par le prix qu'ils requièrent pour le faire (en considérant les théories « classiques »). La littérature soutient une relation négative entre l'endettement et la valeur du portefeuille d'opportunités de croissance dans le sens où la politique de financement permet de réduire :

- Les coûts d'agence pour les créanciers liés à l'accroissement du nombre et du risque des projets détenus par la firme pouvant conduire à un rationnement du crédit ;
- Les coûts d'agence pour les actionnaires liées à la sous-optimalité des investissements réalisés par les dirigeants[90].

Ces travaux souffrent de certaines limites. D'abord, les approches développées ci-dessus sont limitées à la seule considération du caractère quantitatif de l'investissement (nombre, taux de rentabilité et risque). En effet, la nature (notamment organisationnelle) des investissements, même s'ils sont acceptables pour les partenaires

[90] Plus précisément, si les opportunités d'investissement sont exogènes par rapport à la firme, le coût de la marge discrétionnaire pour les actionnaires est censé être négativement associé à la valeur des opportunités d'investissement.

selon les critères habituellement utilisés, pourrait exacerber les conflits entre eux et les dirigeants. Par exemple, si un nombre important de projets favorise la poursuite par les dirigeants de leur intérêt personnel (diversification de l'entreprise vers des activités complémentaires au capital humain des décideurs). Toutefois, il est possible que cette stratégie contribue à sécuriser l'emploi des dirigeants et à développer le capital humain managérial, favorisant ainsi la rentabilité à long terme de l'entreprise.

Ensuite, la seconde limite de la théorie réside dans la supposition que la contrainte externe sur le dirigeant est constante, afin que les dirigeants favorisent les fonds propres au détriment des dettes financières (dans l'objectif de la maximisation du volume des ressources contrôlées). Implicitement selon Jung, Kim et Stulz (1996), le système de *gouvernance* n'est pas parfait et les actionnaires ne peuvent pas contraindre totalement le dirigeant. Autrement dit, le coût de financement par fonds propres ne reflète pas complètement les conséquences des stratégies de croissance des dirigeants. En particulier les mécanismes de contrôle liés à la baisse du cours ne fonctionnent pas (OPA révocation, rémunération…). En effet, si le système de contrôle par les actionnaires fonctionnait correctement, les investissements non rentables (selon la VAN) ne pourraient être financés, soit par fonds propres internes, soit par émissions de nouvelles actions, car celles-ci auraient une valeur sur le marché inférieure à leurs coûts (empêchant le financement des projets donc).

Enfin, la principale limite des travaux exposés ci-dessus semble être de considérer que les décisions de financement restent le champ d'action des investisseurs financiers. En d'autres termes, les dirigeants gèrent les financements dans l'intérêt des actionnaires et il n'y a pas de conflits d'agence quant à la détermination de la structure de financement de l'entreprise. Selon Zwiebel (1996 p. 1197), les théories traditionnelles de la structure financière reposent en effet sur l'existence d'un contrôleur capable d'imposer *ex ante* un niveau de dette alors que son pouvoir disciplinaire serait inexistant *ex post*. Cela revient à supposer l'absence de boucles de rétroaction entre la conduite autonome de stratégies par les dirigeants et leurs choix de financement sur l'efficacité des moyens de contrôles. Or, les modalités de financement pourraient contribuer à l'élargissement des prérogatives des dirigeants, dans le sens où elles influent sur le fonctionnement des mécanismes de contrôle.

Section 3 : Comportements des dirigeants et politiques de financement des entreprises

Différents moyens peuvent être mis en œuvre par un dirigeant afin d'atteindre les objectifs fixés. Contrairement aux théories précédentes, les théories de l'enracinement suggèrent que les décisions de financement participent activement à la stratégie personnelle du dirigeant. L'arbitrage entre les sources de financement (la forme du financement externe demandé) peut résulter de la volonté de conserver son emploi dans l'entreprise. Un dirigeant pour lequel cet objectif n'est pas prioritaire peut viser l'extension de son pouvoir de négociation avec les partenaires ou à manipuler le risque de l'entreprise. L'objet de cette section est de mettre en avant comment les choix de financement permettent au dirigeant d'atteindre ses objectifs selon la stratégie poursuivie, au nombre de trois ici.

Dans le cas de la recherche d'un élargissement de son espace discrétionnaire, la structure de financement optimale est celle qui minimise les contraintes de la *gouvernance* de l'entreprise sur ses décisions d'investissement et de financement. L'argumentation s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle la forme actuelle du financement de l'entreprise influe sur la force coercitive future des mécanismes mis en place par les fournisseurs de ressources afin d'assurer la protection de leur créance ; d'où l'intérêt pour les dirigeants de manipuler la nature des financements. Par exemple en considérant à l'instar de Jung *et al.* (1996) que la menace d'une intervention externe est constante, le dirigeant devrait favoriser les fonds propres relativement aux fonds empruntés aux créanciers s'il cherche à maximiser les ressources contrôlées, car seuls les seconds sont remboursables. Il s'agit d'étudier, en opposant les travaux de Stulz (1990) et de Zwiebel (1996), les incitations des dirigeants à choisir les sources de financement (fonds propres ou dettes) en fonction de leur perception des contraintes exercées par les partenaires de la firme dans le contexte futur d'exploitation (risque de perte de contrôle de la direction).

La stratégie managériale d'enracinement peut consister à rendre l'exercice des mécanismes de gouvernance le plus coûteux possible. Le développement de l'enracinement d'un dirigeant d'entreprise peut s'effectuer par un surinvestissement en

actifs complémentaires à son capital humain conduisant à augmenter la spécificité de l'actif économique, c'est-à-dire à augmenter l'écart entre la valeur de l'entreprise dirigée par l'équipe actuelle et la valeur de la firme dirigée par une équipe concurrente (Shleifer et Vishny, 1989). Par ailleurs, si le degré de spécificité influe sur les coûts de transaction, la structure de *gouvernance* de l'organisation est censée s'adapter afin de les minimiser selon Williamson (1985) (son article de 1988 traite de la structure de financement). Ce qui suppose que les stratégies de développement de la spécificité devraient être financées par fonds propres. Toutefois, du point de vue du dirigeant, le développement de la spécificité des actifs semble contribuer diversement à la réussite des stratégies, partiellement indépendantes, d'enracinement et d'augmentation de l'espace discrétionnaire.

Le dernier lien proposé entre un choix de stratégie personnelle et la politique de financement de l'entreprise s'appuie sur la diversification des risques dans l'entreprise. La stratégie pour le dirigeant peut consister à accroître le risque total de l'entreprise afin de développer une asymétrie informationnelle éloignant les concurrents à la direction de l'entreprise et de rendre le remplacement le plus coûteux possible (Stiglitz et Edlin, 1992). Toutefois, les dirigeants peuvent être averses vis-à-vis du risque sur leur capital humain et donc désirer couvrir celui-ci lorsqu'il est positivement corrélé au risque total de l'entreprise. Les décisions de financement, dans le sens où elles déterminent le risque de faillite et le risque financier, peuvent concourir à cet objectif. Ainsi le dirigeant est censé émettre des actions lorsque le risque d'exploitation est important, s'il cherche à réduire son exposition au risque.

Quelle que soit l'argumentation considérée, l'analyse soutient une relation négative entre l'endettement et la valeur des projets d'investissement de l'entreprise. De plus, si la structure de financière traduit à un moment donné la répartition des flux de liquidités de l'entreprise et les objectifs fixés par les dirigeants, elle est censée représenter les arbitrages qu'ils ont effectués dans le passé entre les différentes stratégies. Cette section est articulée autour de trois sous-sections présentant successivement le comportement financier des dirigeants selon chacune des stratégies proposées.

A) Disponibilité des fonds, construction d'empires et décisions de financement optimales pour les dirigeants

Cette première sous-section vise à identifier les conditions sous lesquelles un choix judicieux de chacune des sources de financement concourt à réduire la force de la discipline des mécanismes mis en place par les apporteurs de capitaux et favoriser la construction d'empires. En effet, les décisions financières actuelles répartissent les droits décisionnels sur les ressources et définissent les conditions dans lesquelles ils peuvent être exercés. La marge discrétionnaire, dans une optique contractuelle, correspond à la liberté de négociation des contrats liant les partenaires à la firme ; cette liberté étant délimitée par un ensemble de mécanismes organisationnels (systèmes visant à évaluer la performance et à rétribuer le dirigeant en fonction des droits décisionnels attribués). Deux leviers peuvent être actionnés par les dirigeants afin d'accroître leur marge discrétionnaire. Plus les flux de liquidités sont importants, eu égard aux charges nécessaires au fonctionnement de l'entreprise, plus la latitude managériale est importante. Moins l'incitation pour les partenaires à exercer un contrôle de l'activité est forte – bénéfices faibles ou coûts élevés – plus la latitude managériale est importante.

- En considérant la *gouvernance* de l'entreprise et la valeur créée par la firme données (avant déduction des coûts d'agence), la maximisation de la marge discrétionnaire peut consister à maximiser la disponibilité de fonds discrétionnaires[91] et à choisir les partenaires financiers les moins contraignants. Il s'agit, par exemple, de libérer des flux de liquidités à partir de l'exploitation afin de limiter le recours à un financement externe. Un dirigeant anticipant de nombreuses options d'investissement nécessitant un financement externe (important) peut chercher à augmenter *ex ante* la détention d'actifs liquides (Opler, Pinkowitz, Stulz et Williamson, 1997). Selon le même argument (voir par exemple Stulz, 1990, p. 9)[92], le dirigeant peut favoriser les fonds propres afin de financer les investissements. Cette hypothèse selon laquelle la

[91] Au sens de Jensen (1986), la constitution de réserves financières permet de se soustraire de la discipline exercée par les apporteurs de capitaux, notamment durant les périodes turbulentes.

[92] " *When a firm sell equity, managerial discretion is increased because management got money that it does not have to pay back and it depends on the efficiency of corporate governance"* (Voir aussi Jung *et al*., 1996, p. 162).

direction d'une entreprise cherche à maximiser la disponibilité de fonds discrétionnaires implique une relation négative entre le taux d'endettement et les investissements réalisés, relation fondée sur les préférences de celle-ci plutôt que de ses partenaires financiers. Lang, Ofek et Stulz (1996) attribuent la relation négative entre endettement et croissance de la firme à la latitude que recherchent les dirigeants lors de la prise de décisions d'investissement plutôt qu'à la présence d'options de croissance dans le portefeuille d'actifs de l'entreprise. Toutefois, considérer que les contraintes exercées par le système de *gouvernance* sur l'espace du dirigeant sont constantes semble être une hypothèse peu appropriée dans une modélisation dynamique, qui pourrait être relâchée par rapport à la statique comparative.

- Un dirigeant est supposé chercher activement à se soustraire de la contrainte des mécanismes de *gouvernance* qu'il perçoit. La signalisation par un financement par dette est souvent présentée comme un dédouanement de sa part[93]. Cependant, le contexte dans lequel se déroule l'exploitation de l'entreprise peut influer sur l'intérêt d'un dirigeant à se dédouaner.

Zwiebel (1996) considère la dette comme un signal crédible envoyé au marché financier. Le niveau de la dette, en réduisant la discrétion managériale (disponibilité des fonds), peut représenter un engagement volontaire de la part de la direction d'une entreprise de parvenir à une efficacité suffisante. Le financement par dettes est censé contribuer à la prévention d'une prise de contrôle externe (coût du financement par fonds propres pour le dirigeant en poste). En effet, l'auteur considère qu'une prise de contrôle ne sera tentée que si les bénéfices attendus du remplacement de l'équipe de direction sont suffisamment élevés pour les actionnaires actuels et potentiels[94]. Pour le

---

[93] *Cf.* Ross (1977). D'autres intérêts peuvent inciter le dirigeant à favoriser un financement par fonds empruntés. D'abord, l'endettement de la société peut lui permettre de justifier la rétention d'une partie importante de la valeur créée – au lieu de la répartir entre les partenaires – par la pression exercée par les créanciers financiers et en retirer une augmentation du *slack* organisationnel. Enfin, altérer la structure de propriété de la firme à partir des décisions de financement peut constituer un moyen alternatif pour le dirigeant. Selon Stulz (1988), l'endettement permet de limiter la dilution des droits de vote détenus par la direction de l'entreprise lors d'investissements financés par fonds externes.

[94] Selon lui, l'enracinement attribuable aux restrictions légales sur les tentatives de contrôle et aux traitements offerts par le conseil d'administration privilégiant le titulaire constitue une vision restrictive de la théorie. Sa définition de l'enracinement revient à considérer un dirigeant comme enraciné si sa révocation est peu probable, en raison de la difficulté qu'ont des actionnaires dispersés à cordonner avec succès une tentative de prise de contrôle lorsque sa gestion ne convient plus. " *A manager is* …/

dirigeant en place, le risque de perdre le contrôle des ressources est négativement associé à sa performance relativement aux équipes concurrentes. Les travaux de Berger *et al*. (1997) mettent en pratique cette théorie supposant que l'endettement devrait augmenter après l'apparition d'une menace (endogène) sur l'emploi. Garvey et Hanka (1999) suggèrent aussi qu'une protection législative (exogène) incite les dirigeants à réduire l'endettement. En résumé, en signalant son comportement à partir du niveau d'endettement de son entreprise, le dirigeant est supposé limiter l'effectivité d'un contrôle par les actionnaires en particulier et le marché financier en général.

Néanmoins, l'intérêt à recourir à l'endettement peut diminuer si, par ailleurs, le dirigeant améliore la qualité de sa gestion pour les actionnaires. La théorie de l'enracinement suggère donc que le niveau d'endettement est inversement lié à la qualité des opportunités d'investissement. Les propositions du modèle de Zwiebel (1996) sont que plus la valeur des opportunités de croissance est importante, moins la structure de financement de l'entreprise sera endettée. En gérant leurs affaires de manière plus efficace, les dirigeants peuvent diminuer leur niveau d'inefficience comparativement au rendement de dirigeants concurrents en augmentant la rémunération offerte aux actionnaires grâce à la qualité et au nombre des opportunités de croissance exercées. Cela tend à accroître la valeur du dirigeant en place par rapport à celle d'un prétendant pour les actionnaires. La pression exercée sur le risque d'emploi par le mécanisme de prise de contrôle financier est directement liée à l'intérêt qu'ont les actionnaires à le faire fonctionner. Toutefois, de nouveaux prétendants à la gestion des actifs sur le marché du travail ou de nouveaux concurrents sur le marché des biens et services peuvent être attirés par la valeur des projets d'investissement et le niveau anticipé de rentabilité.

En considérant que la contrainte exercée par les actionnaires est donnée, les conclusions sont doubles. D'abord, si la recherche de l'élargissement de l'espace discrétionnaire est privilégiée, le dirigeant préfère le financement par fonds propres des investissements. Plusieurs arguments soutiennent l'hypothèse d'une relation négative entre l'endettement de la structure de financement et la valeur des opportunités de

---

(*suite de la note de bas de page n° 94*) *entrenched if he is unlikely to be fired because dispersed equity holders have difficulty in coordinating a successful control challenge against unsuitable management ”*.

croissance. Toutefois, au-delà du contrôle sur les choix d'investissement de l'entreprise, la dette est supposée être comme un moyen à disposition des dirigeants afin de réduire la probabilité d'un contrôle par les actionnaires, c'est-à-dire de limiter le pouvoir coercitif de certains mécanismes de *gouvernance.*

Enfin, cette approche est limitée par l'hypothèse selon laquelle la contrainte sur le dirigeant est constante. L'influence des décisions de financement sur la contrainte et réciproquement des partenaires sur les choix des dirigeants est probablement plastique. Autrement dit, l'étude longitudinale des choix de financement des entreprises requiert de considérer que la contrainte exercée par le système évolue dans le temps. Qui plus est, les raisons pour lesquelles l'interrogation porte sur le lien entre la *gouvernance* et les modalités de financement pourraient être aussi bien endogène qu'exogène à la firme. Par exemple, si la marge discrétionnaire dépend de la rentabilité de l'exploitation ou de l'ensemble des possibilités d'investissement ; c'est-à-dire du cycle d'affaires. Cependant, les dirigeants peuvent poursuivre d'autres stratégies.

B) Développement de la spécificité des actifs et décisions de financement optimales pour les dirigeants

Cette sous-section présente une réflexion sur les raisons pour lesquelles un dirigeant peut manipuler, d'abord la spécificité des actifs, puis leurs modalités de financement. L'enracinement du dirigeant peut passer par un surinvestissement dans des actifs dont la rentabilité est liée à ses compétences managériales afin de rendre coûteux son remplacement selon Shleifer et Vishny (1989). Selon eux, un dirigeant est considéré comme enraciné s'il est difficile de trouver un remplaçant qui serait meilleur que son prédécesseur. Les barrières à l'entrée et à la sortie qu'il peut mettre en place peuvent accroître à la fois son enracinement et les coûts de contrôle de son activité pour les partenaires. En développant la complémentarité entre les activités de l'entreprise et son capital humain, un dirigeant augmente le degré de spécificité des actifs pour les autres

partenaires ; c'est-à-dire que la valeur des actifs sur le marché de l'occasion (réel ou financier) diminue en dehors de la gestion par le manager actuel[95].

L'analyse de Williamson (1988) permet de relier les décisions de financement de la firme au degré de spécificité de ses actifs à financer. La structure de *gouvernance* des actifs la plus adaptée (la moins coûteuse) tend à être le financement par fonds propres au fur et à mesure que le degré de spécificité des actifs augmente. Car selon Williamson (1988), bien que cela entraîne des coûts de financement externe, ceux supportés par les actionnaires augmentent moins rapidement que ceux supportés par les créanciers avec le degré de spécificité des actifs. Choate (1997) a déplacé le modèle dans un cadre dynamique et Vilasuso et Minkler (2001) ont proposé un modèle de structure de financement intégrant à la fois les coûts liés à la spécificité des actifs et les coûts d'agence de la dette et de la discrétion managériale. Ces modèles prédisent notamment que plus les actifs seront spécifiques, plus le financement devra être proportionnellement assuré par fonds propres dans l'objectif d'économiser les coûts de transaction.

En considérant qu'un dirigeant agit principalement, semble-t-il, sur la spécificité des projets d'investissement à mettre en œuvre, l'endettement de la structure de financement est supposé négativement associé à la présence d'opportunités de croissance, si elles sont fondées sur la spécificité des contrats. Néanmoins, ce schéma reste traditionnel en supposant que les partenaires financiers parviennent à contraindre *ex post* les dirigeants ou que ces derniers ont intérêt à adapter la structure de *gouvernance*.

Quel est le degré optimal de spécificité pour le dirigeant qu'il serait susceptible d'imposer à ses partenaires financiers ? Rien n'indique *a priori* que le niveau de complémentarité entre le capital humain du dirigeant et les actifs de l'entreprise qui

[95] En raison des investissements en capital physique et humain nécessaires à l'exploitation, la valeur des options d'investissement est souvent fondée sur les caractéristiques sectorielles des actifs auxquels elles sont attachées. Selon Smith et Watts (1992), la valeur des portefeuilles d'options d'investissement diverge d'un secteur à un autre en raison des barrières à l'entrée créées par les projets spécifiques des dirigeants. La difficulté à redéployer les actifs peut permettre aux dirigeants de protéger les opportunités de croissance détenues et les rentes créées. Hambrick et Abrahamson (1995) supposent aussi que la discrétion managériale dépend de l'industrie, car la possibilité d'allouer les ressources d'un secteur à l'autre décroît.

maximise son enracinement soit identique à celui qui maximise sa marge discrétionnaire ou la valeur de son capital humain. La relation entre spécificité des actifs et flexibilité de l'investissement doit être approfondie. La faiblesse de la flexibilité physique des investissements constitue un coût élevé de sortie de la relation pour les partenaires, y compris le dirigeant, ce qui peut réduire l'étendue de sa gestion des investissements. Le redéploiement potentiel des actifs maximisant la latitude décisionnelle du dirigeant semble être une fonction négative du degré de spécificité des actifs. Choate (1997) soutient l'hypothèse suivant laquelle le niveau de spécificité maximisant l'espace discrétionnaire du dirigeant n'est pas celui maximisant l'enracinement. En effet, un niveau faible, favorisant l'objectif d'un pouvoir discrétionnaire important, peut le conduire à supporter des pressions concurrentielles plus importantes sur le marché du travail et sur le marché pour le contrôle des sociétés, en raison d'un nombre de prétendants et d'acquéreurs potentiels élevé. Enfin, un degré de spécificité important, favorisant l'objectif d'enracinement, peut conduire à renfermer le dirigeant sur sa stratégie interne car les possibilités de revente des actifs et les possibilités de financement s'amenuisent. Sa marge de manœuvre se réduit alors avec l'accroissement de sa dépendance envers le marché financier ou l'actionnariat. Au total, un dirigeant peut avoir intérêt à développer la complémentarité entre son capital humain et les activités de l'entreprise jusqu'à un certain niveau au-delà duquel il peut supporter un coût personnel. Les dirigeants sont supposés arbitrer les différentes stratégies. Qui plus est, la causalité traditionnelle entre la spécificité des actifs et la nature du financement peut être inversée[96]. Pour une structure de financement donnée, le dirigeant peut tenter de modifier la nature des actifs à financer dans un sens qui lui soit favorable. Lorsque la nature de la structure financière de l'entreprise contraint le dirigeant à des remboursements indépendants de l'activité, celui-ci peut chercher à accroître sa marge

[96] Selon Mauer et Triantis (1994), le dirigeant effectue un compromis entre la flexibilité réelle et la flexibilité financière afin de maximiser son taux de renouvellement ou de maintien au poste de direction. La flexibilité est entendue comme la capacité à adapter, soit le montant des fonds immobilisés dans l'exploitation (immobilisations et le BFR) soit la nature du versement de la rémunération des apporteurs de capitaux, dans un environnement dynamique (par exemple économiquement défavorable). Si les investissements ne sont pas facilement réalisables sur le marché secondaire en raison d'une spécificité importante (ce n'est pas une question de terme de l'investissement car il est possible d'adapter la maturité des titres de financement), le dirigeant recherchant à maximiser le maintien de son poste choisira le mode de financement le moins contraignant : les financements par émission d'actions (Williamson, 1985). Cependant, si les coûts d'ajustements des fonds réels ne sont pas trop importants (fournisseurs, salariés clients), le dirigeant est supposé utiliser la dette d'exploitation plutôt que les fonds propres externes.

discrétionnaire en favorisant des investissements à valeur élevée de liquidation sur les marchés secondaires. Lorsque le contrôle financier est assuré par les membres du conseil d'administration (fonds propres), la marge discrétionnaire du dirigeant est favorisée par le développement d'actifs spécifique (augmentant son pouvoir de négociation).

Au total, si les arbitrages entre les différentes stratégies conduisent les dirigeants à développer la spécificité des projets d'investissement de leur entreprise, ils sont supposés favoriser leur financement auprès des actionnaires, sous forme de fonds propres moins sensibles aux coûts de transaction. Cependant, les choix de financement peuvent influer conjointement sur les risques de plusieurs natures.

C) Risque d'exploitation, risque sur le capital humain et décisions de financement optimales pour les dirigeants

Les aménagements organisationnels, tant sur le plan du choix des activités de l'entreprise que de ses sources de financement, peuvent viser à modifier le risque de l'entreprise dans un sens qui soit favorable à ses dirigeants (c'est-à-dire qui limite le risque sur la valeur de leur capital humain). En supposant qu'ils effectuent un arbitrage entre le risque économique et le risque de faillite, le taux d'endettement devrait être lié négativement au risque d'exploitation des opportunités de croissance, si les dirigeants compensent les conséquences de la volatilité de la rentabilité des projets sur le capital humain. Cet arbitrage nécessite d'identifier l'intérêt des dirigeants à manipuler le risque de l'entreprise et les modalités pour y parvenir.

Un choix judicieux d'une diversification des activités de la firme peut contribuer à modifier le risque d'exploitation dans un sens qui soit favorable aux dirigeants de l'entreprise. Trois argumentations peuvent être considérées[97].

[97] Toutefois, l'information sur la volatilité des actifs ne doit pas être accessible aux actionnaires, qui ajusteraient à la hausse leur taux de rentabilité requis. Les dirigeants sont censés manipuler l'information permettant au marché d'appréhender la volatilité des flux de liquidités.

- La théorie positive de l'agence suppose que les dirigeants présentent, comparativement aux actionnaires, une aversion vis-à-vis du risque et cherchent à le réduire en diversifiant inefficacement, à leurs yeux, les actifs de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). En effet, les dirigeants peuvent réaliser un investissement à titre personnel dans l'objectif d'être rémunérés grâce aux rentes managériales qu'ils retirent de la direction de l'entreprise. La valeur de ces rentes semble dépendre négativement du risque qu'ils perdent leur fonction. Les dirigeants peuvent ainsi chercher à accroître le risque total de l'entreprise pour d'autres raisons.

- Dans le cadre de la théorie de l'enracinement, les dirigeants peuvent être désireux de développer le risque et l'incertitude sur la rentabilité des actifs en raison de l'accroissement des coûts de leur contrôle et de la diminution de la concurrence externe pour la gestion de la firme que cela est censé induire (Stiglitz et Edlin, 1992).

- Les dirigeants peuvent être tentés d'augmenter le risque sur les options de croissance de l'entreprise et, par extension, sur ses titres de propriété dans la mesure où la valeur des actions est supposée s'accroître avec le risque sur la valeur du sous-jacent, c'est-à-dire la variabilité systématique des flux de liquidités.

Comment limiter les conséquences des variations de risque sur le capital humain ? Les propositions précédentes, apparemment contradictoires, peuvent être examinées en considérant la nature des investissements impliqués dans les stratégies de diversification des firmes d'une part, la nature du financement utilisé par les dirigeants d'autre part.

La recherche d'une réduction du risque managérial (volatilité de la valeur du capital humain) et la recherche de l'exploitation d'un avantage comparatif informationnel des dirigeants peuvent ne pas être contradictoires (Charreaux, 1997, p. 50). Il est possible à un dirigeant de réduire le risque sur son capital humain tout en augmentant le risque d'exploitation des actifs qu'il gère ou dans lesquels il désire investir, mais dont la firme est propriétaire. D'une part, l'incitation à investir peut être forte si, *primo*, le capital humain est peu diversifié car le bénéfice de la diversification est important, et *secundo*, l'activité visée peut lui permettre d'exploiter avantageusement ses capacités managériales (Amihud et Lev, 1981). D'autre part, une

différence peut apparaître entre la corrélation entre les taux rentabilité des projets d'investissement et la valeur du capital humain du dirigeant, et la corrélation entre les taux de rentabilité des actifs à acquérir et ceux des actifs en place[98].

Les dirigeants sont supposés choisir leurs modalités de financement afin de réduire les conséquences de leur manipulation du risque d'exploitation. Selon Fama (1980), une diminution de l'endettement, contribuant à réduire le risque de faillite et financier, atténue les conséquences de l'augmentation du risque d'exploitation sur la valeur du capital humain des dirigeants en limitant le montant des dépenses fixes dans la trésorerie de la firme. Krainer (1992) soutient une hypothèse reliant négativement le risque économique au risque de faillite. Toutefois, son argumentation porte sur l'analyse des conflits d'agence entre les actionnaires et les créanciers de l'entreprise.

Finalement, le taux d'endettement de la structure de financement devrait être lié négativement au risque d'exploitation des opportunités de croissance en supposant que les dirigeants effectuent un arbitrage entre le risque économique et le risque de faillite et financier. Ils sont censés favoriser la réduction du taux d'endettement de la structure de financement avec la poursuite d'une stratégie personnelle conduisant à accroître le risque d'exploitation notamment sur le marché financier. À l'inverse, les dirigeants sont supposés augmenter la variabilité des flux, notamment en augmentant l'endettement du financement d'un projet à faible risque d'exploitation sur le marché des biens et services, afin de limiter la concurrence externe. De plus la causalité entre risque et financement peut être renversée dans une optique organisationnelle : pour un risque donné, les dirigeants sont censés adapter la politique de financement ; pour une structure financière donnée, ils sont censés être incités à adapter la nature des projets d'investissement.

---

[98] Par ailleurs, les dirigeants peuvent détenir des options d'abandon leur permettant de couvrir les risques sur les opportunités de croissance (options de vente américaine permettant d'abandonner un projet avant le terme initialement prévu). Leur prix d'exercice est fonction de la valeur de liquidation des actifs sur le marché secondaire, l'actif sous-jacent est la valeur des flux de liquidités restant à percevoir de l'exploitation du projet. En permettant d'arrêter l'exploitation d'un actif, et/ou sa vente sur un marché secondaire, elles limitent les pertes dues à une évolution défavorable de l'économie. Il est rationnel d'exercer lorsque la valeur de ces options et la valeur des flux aléatoires restant à percevoir devient inférieure au prix de cession. Toutefois d'après Trigeorgis (1999), l'accumulation des options ne maximise pas nécessairement la valeur d'un portefeuille. Un portefeuille d'options n'étant pas exclusivement constitué d'options d'achat, l'influence de la variabilité des flux d'exploitation sur la valeur de celui-ci peut être difficile à évaluer sans une connaissance précise de sa composition.

* * *
* *
*

Cette section a eu pour objet d'étudier les incitations des dirigeants à choisir entre les sources de financement disponibles en fonction des rentes managériales qu'ils anticipent et de la contrainte des partenaires qu'ils perçoivent. Le schéma de causalité proposé suggère que les dirigeants peuvent alors équilibrer leur volonté d'indépendance financière et leur ambition de diriger un empire, avec le besoin d'assurer une efficacité suffisante pour se prémunir des tentatives de prise de contrôle ou de limiter le risque sur leur capital humain. Les décisions financières optimales de leur point de vue sont supposées découler de la poursuite de ces divers objectifs. D'abord, l'objectif d'augmenter les possibilités de négociation des contrats d'investissement, peut inciter les dirigeants à se financer, premièrement par autofinancement et, secondement par fonds propres, si les contrats de dettes sont réellement contraignants **pour eux**. Or, rien n'indique *a priori* que, à l'avenir, les pressions du marché financier seront plus fortes celles des créanciers ou que le désintéressement de ces derniers sera plus difficile. Les dirigeants peuvent cependant avoir intérêt à recourir à un financement par dettes si cela leur permet de réduire **leur coût** de financement auprès des actionnaires (risque de perte d'emploi). Ensuite, si l'objectif de l'équipe dirigeante est de développer la spécificité des projets d'investissement, elle devrait être amenée à rechercher un financement auprès des actionnaires. Enfin, si le désir de diversification des activités de la firme afin d'exploiter les avantages comparatifs des dirigeants domine leurs choix d'investissement, le financement par fonds propres est supposé compenser les conséquences de la volatilité des taux de rentabilité sur leur capital humain.

Au total, les théories contractuelles des organisations présentées dans ce chapitre suggèrent que les décisions des dirigeants servent à la fois l'intérêt des partenaires de la firme et leurs intérêts personnels. La difficulté pour les partenaires d'établir et d'entretenir des systèmes d'incitations et de contrôle, visant à assurer la survie de l'organisation, semble tenir à ce que les facteurs, qui contribuent à la performance économique de l'organisation, conduisent également à diminuer l'efficacité des dits systèmes. Sur le plan théorique, les arguments pour lesquels certaines décisions des

dirigeants (sous ou surinvestissement) sont supposées réduire le patrimoine des actionnaires conduisent aussi à conclure que l'investissement émerge de la forme organisationnelle en même temps que les systèmes de contrôle censés le contenir. La contribution de cette recherche est de confronter deux logiques des déterminants des politiques de financement des entreprises (ceux-là étant présumés évoluer au fil du temps et celles-ci devraient s'adapter en conséquence). L'objectif de ce chapitre a été de proposer une explication des choix de financement à partir de l'autonomie des décisions des dirigeants d'entreprises.

La latitude managériale, correspondant aux possibilités de négociation des contrats d'exploitation, d'investissement et de financement entre l'entreprise et ses partenaires, peut être limitée par un système de mécanismes organisationnels mis en place afin de protéger leurs créances. Les possibilités d'investissement d'une entreprise, et en particulier les opportunités de croissance détenues par son équipe de direction, peuvent influencer les coûts d'agence anticipés par les pourvoyeurs de capitaux. Dans l'optique de les réduire, ces derniers sont incités à adapter leur offre de financement. Le niveau de la dette dans la structure de financement d'une entreprise devrait être d'autant plus faible que le portefeuille d'actifs est composé d'options d'investissement présentant un taux de rentabilité supérieur au coût du capital. Plusieurs argumentations ont été avancées. D'abord, les créanciers peuvent être incités à réduire le montant des crédits et des emprunts qu'ils sont prêts à accorder à l'équipe de direction s'ils anticipent un comportement d'investissement déviant de sa part. Ensuite, compte tenu des taux de rentabilité qu'ils requièrent sur leurs placements, les actionnaires peuvent être incités, soit à réduire le montant des fonds à disposition des dirigeants lorsqu'ils soupçonnent un comportement de surinvestissement, soit à augmenter les fonds qu'ils sont prêts à avancer lorsqu'ils anticipent des investissements présentant un taux de rentabilité interne supérieur à leur coût d'opportunité.

Toutefois, les arbitrages entre le désir d'autonomie, de construction d'empires ou de couverture du risque, peuvent inciter un dirigeant à manipuler les sources de financement dans l'objectif d'altérer le fonctionnement des mécanismes de contrôle. Les décisions de financement de l'entreprise sont appréhendées comme les choix de financement de son dirigeant, supposé minimiser périodiquement les coûts contractuels qu'il supporte personnellement. La nature du financement à collecter sur les marchés

financiers est censée dépendre de l'objectif qu'il poursuit. Dans la modélisation proposée, le dirigeant devrait favoriser les fonds propres d'autant qu'il détient des projets d'investissement supposés élargir son espace discrétionnaire et présenter un degré important de spécificité et de risque. La portée de l'analyse est limitée car une étude longitudinale des politiques de financement s'accorde mal de l'hypothèse, traditionnelle dans les études en coupes individuelles, selon laquelle les contraintes du système de *gouvernance* sont données. Les résultats des travaux de Schmidt et Tyrell (1997) vont dans ce sens. En d'autres termes, le pouvoir explicatif du modèle pourrait être amélioré en intégrant les phénomènes de rétroaction entre les choix des partenaires et le cadre dans lequel ils pratiquent l'évaluation des alternatives. Le dépassement proposé est d'appréhender le temps, au cœur de la problématique, en étudiant comment se déroulent les choix financiers selon le contexte économique.

Conclusion de la première partie

En considérant que les coûts d'obtention des sources de financement reflètent les anticipations de la valeur future de leurs créances sur la firme, les partenaires financiers et les dirigeants sont supposés chercher à s'approprier les gains résultant de la réduction des coûts d'agence, en adaptant la nature du financement de l'organisation au cours du temps (les deux dimensions retenues de l'objet d'étude). Cette partie, en étudiant deux niveaux d'analyse, a exploré des perspectives théoriques différentes des coûts contractuels déterminant les décisions de financement.

Compte tenu des divergences d'intérêts entre les partenaires financiers et dans la mesure où les individus maximisent séparément leurs fonctions d'utilité[99], les choix de financement des entreprises réellement observés peuvent être maîtrisés par chacun d'eux. Dans cette thèse, les décisions de financement des entreprises résultent d'un processus de négociation entre les partenaires financiers ou de l'émergence et de la poursuite de stratégies personnelles de la part des dirigeants. Le problème consiste à comprendre la participation des parties prenantes au financement des organisations. Dans le cadre proposé, la politique de financement a été appréhendée comme un moyen à disposition:

- des actionnaires actuels afin de réduire les coûts des conflits liés au risque de sélection adverse sur le marché financier, entre eux et les actionnaires potentiels.
- des créanciers afin de réduire les coûts des conflits, liés au risque de sous optimalité de la politique d'investissement et de financement, entre eux et les actionnaires.
- des actionnaires afin de réduire les coûts des conflits, liés au risque de sous optimalité de la politique d'investissement et de financement, entre eux et les dirigeants.
- des dirigeants afin de réduire les coûts des conflits, liés à leurs besoins d'indépendance et de sécurisation de l'emploi, entre eux et les actionnaires.

[99] Sous les hypothèses traditionnelles des théories contractuelles, les dirigeants peuvent chercher à maximiser l'investissement afin d'augmenter la taille de la firme et préférer les financements les moins contraignants. Les actionnaires peuvent préférer les modes de financement maximisant la valeur de leurs titres.

Ces différentes approches, en soutenant une association négative entre la dotation de l'entreprise en opportunités d'investissement évaluée par le marché financier et la proportion des fonds empruntés dans sa structure de financement, limitent toutefois les possibilités de discriminer les hypothèses sur le plan empirique (Moussu, 2000).

La question de recherche permet de débattre sur le plan macro-économique afin d'améliorer la robustesse des modèles, exprimés le plus souvent au niveau individuel. En effet, le processus d'ajustement entre les partenaires a été étudié soit à travers la structure de financement, soit en considérant l'activité d'émissions de titres sur le compartiment primaire du marché boursier. Néanmoins, la réflexion porte, suite à ce déplacement du problème, sur l'aménagement théorique des facteurs explicatifs avancés dans un cadre dynamique. Trois remarques peuvent être avancées. Les partenaires maîtrisant les décisions de financement des entreprises pourraient changer d'identité au cours du temps, notamment en raison du mouvement cyclique de l'activité macro-économique. Rien n'indique *a priori* que les sensibilités aux fluctuations économiques des coûts des conflits d'intérêts soient constantes durant le cycle d'affaires. Si les arbitrages périodiques auxquels sont confrontés les agents émergent de la forme organisationnelle retenue, alors les facteurs, supposés exogènes en coupes individuelles et sur lesquels portent les divergences d'intérêts, doivent exercer sur les partenaires des différentes firmes une influence suffisamment importante afin de les conduire à effectuer de nouveaux arbitrages, à la même date (qui déterminent les choix de financement des entreprises réellement observés). La deuxième partie de cette thèse vise à identifier et à comprendre les interactions entre la conjoncture macro-économique et les politiques de financement des entreprises.

Partie 2 :

INFLUENCES DES FLUCTUATIONS ECONOMIQUES SUR LES DECISIONS DE FINANCEMENT ET SUR L'ACTIVITE PRIMAIRE DU MARCHE BOURSIER

BEN BERNANKE et MARK GERTLER, 1989, p. 27 : « lorsque le contexte est favorable, les profits sont importants et les bilans sont solides, il est plus facile pour les entreprises d'obtenir des fonds externes »[100].

[100] "*in good times, when profits are high and balances sheets are healthy, it is easier for firms to obtain outside funds.*"

Selon les théories contractuelles présentées précédemment, la nature des accords passés par l'entreprise avec ses partenaires financiers et les coûts contractuels sont liés ; ces derniers peuvent être interdépendants de la valeur attribuée aux actifs par les marchés. Dans la mesure où la politique de financement vise à minimiser les coûts de financement, elle semble liée à la nature des facteurs de production de l'entreprise (physiques, humains et informationnels). En particulier, leur évaluation par les marchés peut dépendre de la qualité des capacités managériales gérant ses actifs – facteur spécifique – et des conditions d'exploitation dans lesquelles s'effectue leur gestion – facteur non spécifique.

De surcroît, le fonctionnement de l'architecture organisationnelle peut être influencé, directement et indirectement, par les circonstances de nature économique[101]. Par exemple, les services financiers des entreprises tentent d'apprécier l'impact des événements économiques sur leur niveau de trésorerie, leur position de change ou leur gestion des taux d'intérêt. L'attention est rarement portée sur les problèmes de financement. Tout au plus, le débat porte-t-il sur le rationnement du crédit lorsque le contexte économique est jugé particulièrement défavorable aux établissements de crédit. Que la politique de financement tienne compte de l'environnement économique anticipé dans lequel se déroulera l'exploitation des projets ainsi financés constitue une proposition réaliste. Néanmoins, les raisons pour lesquelles cette proposition pourrait être acceptée ou réfutée dans les faits ne sont pas apparentes. Cette recherche permet de confronter plusieurs théories explicatives des relations entre l'environnement économique et les décisions financières des entreprises.

Le problème peut être abordé en deux étapes au niveau de l'entreprise, en étudiant l'influence des fluctuations macro-économiques sur les choix des partenaires financiers (y compris des dirigeants) et sur le fonctionnement des mécanismes organisationnels supposés par les théories contractuelles. En premier lieu, les influences les plus significatives des fluctuations économiques semblent s'exercer sur l'activité de l'entreprise avec ses clients, ses salariés et ses fournisseurs. Leurs comportements, notamment en termes de rémunérations contractuelles, déterminent, avec la réaction des

[101] Il s'agit de la définition du contexte économique. Des précisions sur les notions économiques utilisées dans cette partie sont fournies en annexe n° 2.

dirigeants, le résultat de leur coopération – c'est-à-dire le risque d'exploitation de l'entreprise et la valeur des actifs. En second lieu, le climat économique peut affecter le moral des investisseurs financiers sur les marchés en termes d'opportunités d'investissement, et surtout les anticipations des actionnaires et des créanciers de l'entreprise à propos de ses contrats de financement. Au niveau micro, la création et la répartition de valeur sont encadrées par l'architecture organisationnelle, à laquelle participe la politique de financement. L'intérêt de cette thèse est d'apprécier la nature, sur le plan théorique, et la falsification, sur le plan empirique, des hypothèses concurrentes selon lesquelles la politique de financement des entreprises s'adapte durant les périodes d'expansion économique par rapport à celles de récession. Elles s'appuient sur deux associations dialectiques entre l'état général de l'économie et le climat sur les marchés financiers d'une part, le système de gouvernement des entreprises d'autre part. Une présentation concise de celles-ci permet d'avancer des propositions de recherches susceptibles de sous-tendre une association entre la conjoncture économique et les décisions de financement des entreprises.

A) Contexte économique et contexte boursier

Une association entre les fluctuations économiques et les fluctuations boursières est supposée pour plusieurs raisons selon Spieser (2000)[102]. D'une part, au moment de la formation des anticipations des investisseurs, les cours intègrent toute l'information disponible sous la condition de l'efficience des marchés, notamment celle sur l'activité future, les niveaux des taux d'intérêt et de change… D'autre part, les opérateurs actualisent leur évaluation des titres lorsque les réalisations des événements ne correspondent plus à ceux anticipés[103]. Cette première association permet d'éclairer la relation entre décisions de financement et contexte économique, en étudiant comment la

[102] Il considère qu'il est illusoire d'évaluer simultanément la conjoncture économique (la croissance du PIB) et la conjoncture boursière (la rentabilité des entreprises) en considérant que l'efficience des marchés est partielle, ainsi que la qualité des indicateurs empiriques.

[103] Il peut donc apparaître quelques fois des situations apparemment paradoxales où des événements défavorables sur le plan économique et social conduisent à une réaction favorable du marché financier.

rentabilité requise par les investisseurs dépend de leur anticipation de celle offerte par les firmes (selon la conjoncture économique).

La littérature qui étudie le comportement des marchés financiers en fonction des conditions économiques soutient l'hypothèse d'une relation entre les fluctuations macro-économiques et les coûts de financement des entreprises[104]. Fama et French (1989, p. 24) estiment que les taux de rentabilité espérés des titres financiers sont reliés négativement aux conditions prévalant sur le marché des biens et services. Ces taux sont faibles (élevés) lorsque les conditions d'exploitation à long terme sont favorables (défavorables), car selon eux, la sensibilité des taux de rentabilité des actifs à des changements non anticipés de l'activité économique est faible (importante) dans ces conditions.

L'idée largement répandue selon laquelle la croissance économique est associée à une augmentation des dépenses d'investissement des entreprises et, réciproquement, que la récession économique est associée à des réductions de leurs programmes d'investissement repose pourtant sur l'hypothèse implicite que la rentabilité ajustée au risque des investissements réalisés durant la première période est supérieure à celle de ceux réalisés pendant la seconde. D'aucuns pourraient suggérer que la faiblesse des perspectives de l'activité économique future après le point de retournement haut du cycle économique rend le risque d'exploitation des actifs important et contribue à augmenter le niveau de la rentabilité exigée ; et que les perspectives favorables quant à l'activité économique après le passage de la crise contribuent à anticiper des taux de rentabilité élevés des investissements.

Les théories des cycles financiers étudient les cycles économiques dont l'origine est fondée sur les interactions entre les agents sur les marchés financiers, en particulier celles liées aux imperfections informationnelles, qui peuvent se propager à la demande effective de biens et services. Aglietta (1993) s'interroge pour savoir dans quelle mesure la sévérité de la récession en France après 1990 tient à l'instabilité dans la formation des prix des actifs patrimoniaux des entreprises sur les marchés boursiers. Selon cet auteur,

[104] Il s'agit notamment de Chen, Roll et Ross (1986), Fama (1990 b), Fama et French (1989, 1992, 1993), Schwert (1989), puis de He et Ng (1994), Cheung et Ng (1998), Li (1998).

les fluctuations des prix réels des actifs sur les marchés financiers sont procycliques, c'est-à-dire précédent et amplifient le cycle de l'activité économique. Le lien de causalité privilégié par cette approche est fondé sur les conséquences des mouvements de prix des actifs sur la richesse des agents économiques, donc sur leur comportement d'investissement et de financement. La montée du risque de crédit avec l'effondrement des cours semble avoir un effet récessif fort. L'offre et la demande de crédit sont affectées simultanément par les agents qui veulent réduire leur exposition au risque. Selon lui (p. 8), l'incidence des structures de bilan sur les comptes d'exploitation est un effet du financier sur l'économique, où la réduction du risque passe par la sélection des emprunteurs les moins risqués. Les travaux de Greenwald, Stiglitz et Weiss (1984) ont notamment exploré l'idée selon laquelle les imperfections des marchés financiers peuvent rendre compte de la plupart des comportements des variables macro-économiques (*cf*. Stiglitz, 1992, a ; b). Néanmoins d'autres liens existent.

B) Système de gouvernement d'entreprise et contexte économique

Le débat porte aussi sur la question de l'apparition des fluctuations macro-économiques comme le résultat d'un processus d'adaptation des agents économiques *via* la *gouvernance* des entreprises à l'environnement institutionnel. Certains auteurs ont soutenu que le système de gouvernement des entreprises détermine – conjointement aux dotations en capital physique et humain – la performance des architectures organisationnelles en s'appuyant sur l'idée que les institutions jouent le rôle de mécanismes d'incitation et de contrôle (North, 1990 ; Brickley *et al.*, 1998). Cependant, la réflexion conduit à s'interroger sur l'influence, au niveau micro ou local, de l'environnement économique sur le comportement des agents, notamment sur le fonctionnement des mécanismes de contrôle délimitant la marge discrétionnaire des dirigeants. En s'appuyant sur la théorie contractuelle des organisations et la théorie économique, l'analyse est menée ici, soit au niveau du système de gouvernement des entreprises, soit de leur *gouvernance*, afin de conserver la dichotomie macro et micro.

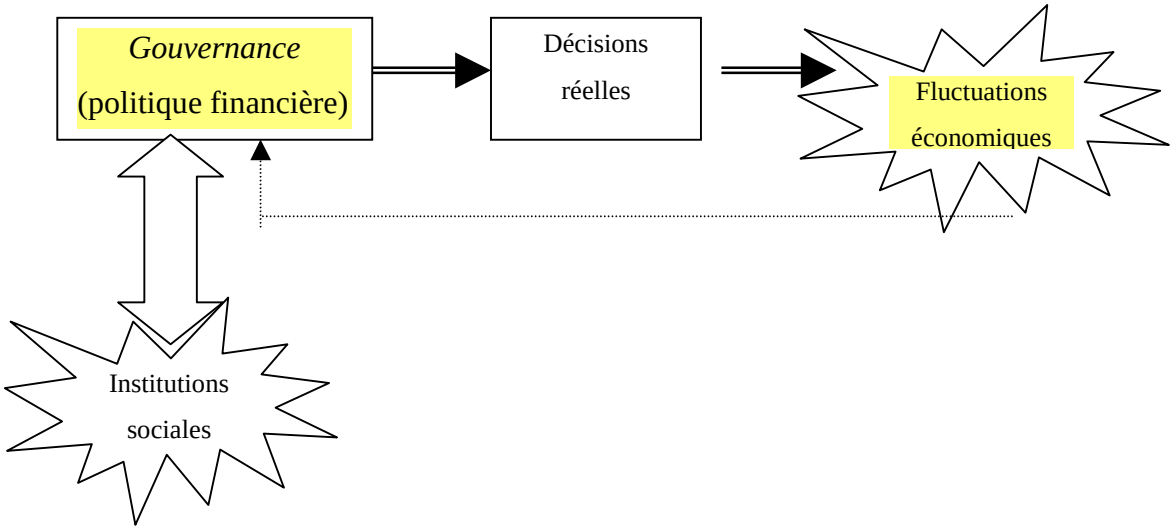
Selon Shleifer et Vishny (1997), la manière dont les sociétés sont organisées influe sur la croissance économique des nations, dans le sens où la performance

économique des entreprises est supérieure dans les pays protégeant les intérêts des principaux partenaires (financiers). Pour La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1997), les économies où le système de gouvernement est déficient connaissent des difficultés économiques. Dans le modèle d'analyse micro-économique de Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1998), le développement des institutions financières et juridiques, en permettant de pallier les imperfections des marchés financiers, favorise l'investissement et la croissance de l'économie. D'abord, leur hypothèse est que la croissance des entreprises dépend, directement, de la possibilité d'accéder aux financements externes, dont la disponibilité est associée au développement du système financier. Selon eux, le besoin de financement est endogène à la nature de la forme organisationnelle (comme l'investissement) et la dépendance aux financements externes est plus ou moins forte selon le niveau de développement des institutions financières. Ensuite, la réalisation de la croissance économique permet aux entreprises d'accroître, indirectement d'après ces auteurs, leurs profits en influant sur la répartition du financement entre fonds internes et fonds externes. Pour Levine et Zervos (1998), le marché boursier, par sa liquidité, et le secteur bancaire, par les économies potentielles de coûts informationnels[105], fournissent aux entreprises des services susceptibles de favoriser l'investissement et la croissance économique. Selon Rajan et Zingales (1998), les marchés financiers et les établissements financiers peuvent aider les firmes à réduire les coûts de transaction lors de leurs appels à des fonds externes, en assurant une allocation efficiente des ressources. Toutefois, la liaison entre le contexte boursier et la croissance économique semble tenir au degré avec lequel les anticipations qui se forment sur le marché financier se réalisent. Au total, ces schémas de causalité suggèrent que le développement des systèmes financiers, en permettant de réduire les coûts de financement, favorise le financement externe des entreprises et la croissance économique. Cependant, cette réflexion et la présentation sous cet angle de l'association entre système de gouvernement des entreprises et économie ne sont pas poussées plus en avant pour trois raisons (*cf*. Figure n° 6 ci-dessous). D'abord, le sens de causalité est inversé par rapport à celui privilégié ici (finance organisationnelle -> économique

[105] Il s'agit des économies de coûts liées (i) à la spécialisation dans la sélection et le contrôle des emprunteurs ; (ii) à la non-duplication des coûts de contrôle malgré un coût de passager clandestin et (iii) à la production de services financiers permettant d'acquérir indirectement des informations sur la situation financière des emprunteurs (voir Diamond, 1984 ; Williamson, 1987 b)

versus économique -> finance organisationnelle)[106]. Ensuite, la politique de financement n'est qu'un aspect de la *gouvernance* d'entreprise. Enfin, les articles précédents proposent généralement des niveaux d'analyse différents en étudiant les institutions dans l'espace ou dans le temps, alors que l'objectif ici est d'apprécier plusieurs hypothèses concernant la manière dont celles-ci influent sur les décisions de financement. Ainsi, ces travaux ne proposent pas de prédictions concernant la nature des titres financiers émis en fonction du niveau de la croissance économique ou de ses fluctuations, qui constituent l'essentiel de l'originalité de la présente recherche.

Figure n° 6 : Sens de causalité de l'association *gouvernance* et économie.



Légende : Les fluctuations économiques sont le résultat des adaptations des entreprises (décisions réelles) au fonctionnement des modalités de contrôle et d'incitation du système de gouvernement des entreprises et de l'évolution des institutions.

Parmi les hypothèses proposées, les choix managériaux de financement jouent un rôle primordial. La marge discrétionnaire des dirigeants est délimitée par les contrôles exercés par les partenaires (financiers) de l'entreprise et, il n'est pas exclu *a priori* que l'environnement économique affecte l'intensité de leurs mécanismes

[106] Le lien de causalité privilégié dans cette thèse est que les fluctuations économiques influent sur la nature des investissements et de leur financement, donc sur le total des coûts d'agence de l'organisation, ce qui devrait inciter les partenaires à adapter la politique de financement de l'entreprise. De plus, le contexte économique recouvre des conceptions légèrement différentes. Il faut entendre développement économique à moyen long terme dans cette littérature, alors que cette thèse considère le contexte économique comme les fluctuations de la croissance à court terme sur son sentier d'expansion à long terme – sur ce point voir l'annexe n° 2.

d'incitation et de contrôle. Selon la théorie de l'agence, la dualité des fonctions de P-DG ou la participation de l'équipe dirigeante au capital de la société affecte les coûts d'agence qui pèsent sur la performance de l'organisation. Par exemple, Boyd (1995) étudie dans différents contextes économiques la relation entre la séparation des fonctions du poste de P-DG et la performance des entreprises. Selon lui, la concentration des fonctions est positivement associée à la performance lorsque les ressources sont rares dans l'environnement, lorsque la dynamique de celui-ci est volatile ou lorsque la concurrence est accrue (récession). Li et Simerly (1998) analysent la relation entre la structure de propriété et la valeur de la firme dans différents environnements économiques. Selon eux, les industries caractérisées par des changements technologiques soutenus et par des variations d'activités importantes et accélérées offrent une marge discrétionnaire importante aux dirigeants. L'influence de la nature et de la forme de la structure de propriété sur la performance est censée être plus importante en raison de la difficulté accrue pour les actionnaires à exercer un contrôle efficace sur les dirigeants dans ces conditions[107].

La revue de la littérature suggère que le contexte économique semble influer sur la performance économique des entreprises directement, *via* le couple rentabilité-risque des actifs, et indirectement, *via* l'intensité des mécanismes d'incitation et de contrôle. Pour la plupart, ces recherches, bien qu'étudiant les conséquences sur la performance des entreprises des différents systèmes nationaux de gouvernement des entreprises, ne posent que de manière détournée la question de la nature des politiques de financement des entreprises selon la conjoncture économique.

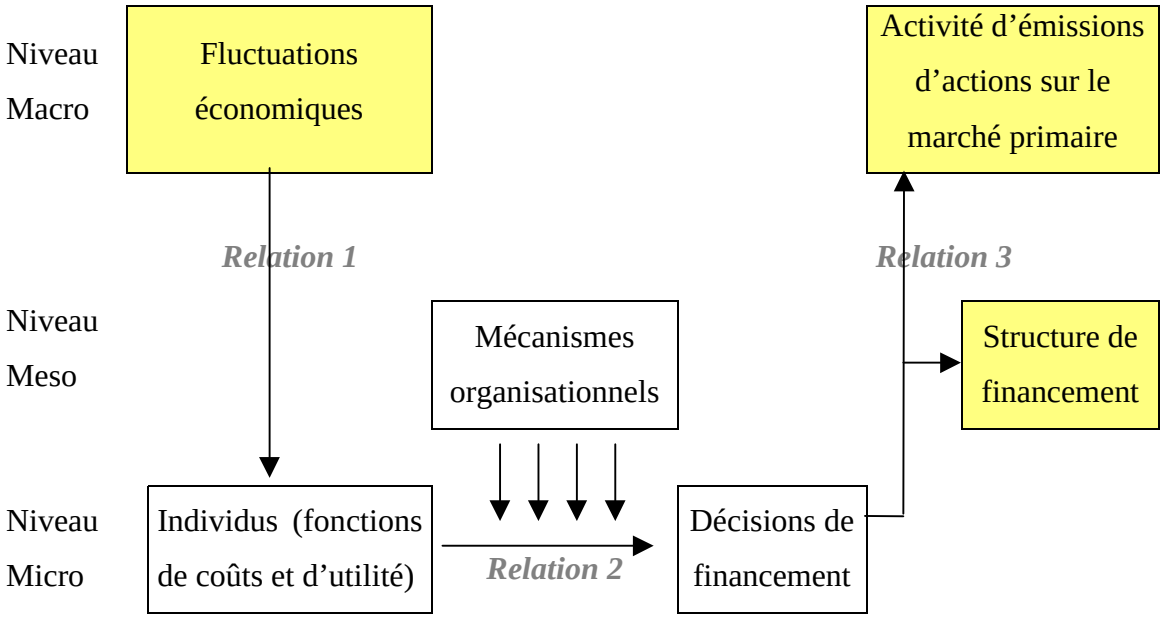
C) Contexte économique et décisions de financement des entreprises

Le nœud du débat porte sur l'association entre les choix de financement des entreprises et les fluctuations macro-économiques. La démarche proposée pour dénouer ce problème est schématisée dans la Figure n° 7. En s'appuyant sur le fonctionnement

[107] Ils parlent de dynamisme de l'environnement : le taux de changement et le degré d'instabilité des facteurs dans un environnement (p. 171).

supposé d'une architecture organisationnelle selon les conditions économiques prévalantes, elle consiste à apprécier la nature et la falsification d'énoncés théoriques proposés par la littérature entre le comportement de financement des entreprises et le contexte économique.

Figure n° 7 : Relations entre niveaux systémique et local dans la théorie des choix de financement.



Légende : Ce schéma comporte trois types de relations. La relation 1 représente l'incidence des phénomènes qui surviennent au niveau systémique sur les actions des individus. La relation 2 est associée aux actions des individus considérés comme rationnels. La relation 3 résulte de la combinaison et de l'interaction des actions individuelles dans un environnement défini et qui induisent les résultats du système, soit de l'organisation, soit sur le marché. Le fonctionnement des mécanismes organisationnels, considérés comme endogènes, influent de manière plastique sur les décisions des individus[108].

[108] Coleman (1994, p.167) interprète la théorie économique néo-classique à partir de ces trois relations. Selon lui, la transmission d'informations parfaites à propos des prix et des quantités offertes à l'échange représente la relation 1. Sous la condition de fonctions de préférences et de coûts données, les agents économiques sont supposés maximiser leur utilité ou leur profit en fonction des informations (relation 2). La théorie s'intéresse au fonctionnement du système économique résultant de l'agrégation des actions individuelles en termes d'équilibre et d'anomalies.

Charreaux (2000, p. 68) interprète, à la lumière de ces trois relations, la théorie (positive) de l'agence selon laquelle les phénomènes organisationnels s'expliquent à partir des interactions entre les comportements individuels (relation 3). La relation 2 représente le modèle du comportement humain dans un système donné, proposé notamment par Jensen et Meckling (1994). La théorie de l'agence étudie aussi l'influence du niveau systémique sur les actions des individus (relation 1) et offre la possibilité d'intégrer des effets rétroactifs.

Dans un premier temps, la proposition suivant laquelle la prospérité économique est un « meilleur » état de la nature que la dépression économique permet de lier les coûts contractuels, déterminant la politique de financement des entreprises dans l'analyse, à l'environnement économique *via* l'évaluation des actifs. Si par exemple, les actionnaires ajustent leurs anticipations concernant la rentabilité et le risque de toutes les firmes en fonction de leur perception des conditions macro-économiques, la variabilité exogène de l'activité macro-économique est transmise aux coûts de financement sous la forme d'une variation endogène de la valeur des actifs. Cette causalité, ainsi que d'autres proposées *infra*, constituent les liens entre les fluctuations économiques et le comportement des individus et des organisations représentant les différentes dimensions de relation systèmes – individus (relation 1) dans la Figure n° 7. L'explication la plus souvent avancée d'une association, positive en moyenne, entre les variations de l'activité macro-économique et de la valeur économique des entreprises repose sur l'existence d'un effet de levier d'exploitation sur les flux de trésorerie et sur les primes de risques liées à l'évolution des taux d'actualisation. Cette approche permet de travailler sur la forme et le fonctionnement de l'architecture organisationnelle (relation 2) et assure l'originalité et la cohérence des mesures des politiques de financement selon deux niveaux d'analyse (relation 3 – partie empirique).

En s'appuyant sur le schéma contractuel dressé dans la première partie selon lequel les décisions de financement s'expliquent par le comportement des agents visant à minimiser les coûts totaux d'agence, plusieurs relations d'agence susceptible d'influer sur les choix de financement selon le contexte économique sont présentées dans un second temps. L'introduction dans l'analyse du concept de fluctuations économiques offre la possibilité de confronter ses diverses théories. Ces dernières supposent toutes que l'intensité et les coûts des conflits d'intérêts entre les partenaires de la firme sont plus ou moins importants selon la position de celle-ci dans le déroulement du cycle sur le marché des biens et services. En recourant à l'association entre le contexte économique et les cours boursiers, la politique de financement des entreprises selon la conjoncture macro-économique est appréhendée dans une perspective selon laquelle les choix de titres de financement à émettre résultent des mécanismes mis en place par les

partenaires et visant à minimiser les coûts d'agence[109]. En recourant à l'association entre le contexte économique et la *gouvernance* des entreprises, la politique de financement des entreprises selon la conjoncture macro-économique est appréhendée dans une perspective selon laquelle le choix d'émettre tel ou tel actif de financement résulte des décisions autonomes des dirigeants (ou de la firme) allant éventuellement à l'encontre de l'intérêt de ses partenaires financiers.

Le premier chapitre étudie, dans un cadre contractuel, comment l'évaluation des actifs des entreprises est conditionnée par l'état de la conjoncture économique. Le second chapitre traite des relations entre les fluctuations économiques et les coûts contractuels des sources de financement qui sont supposés *primo*, conduire les partenaires financiers à adapter la politique de financement des entreprises (en fonction du conflit d'agence considéré) et, *secundo* expliquer leurs comportements de financement sur les marchés financiers.

[109] Qu'ils soient liés aux conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers ou à ceux entre les actionnaires existants et les actionnaires potentiels.

Chapitre 1 : Contexte économique, architecture organisationnelle et évaluation des actifs dans les entreprises et sur les marchés

L'association entre le contexte économique et la valeur des actifs des entreprises peut être appréhendée selon deux approches : soit à partir de la théorie classique qui soutient une relation relativement déterministe, soit à partir de la théorie contractuelle qui soutient une relation relativement plastique. Selon la théorie financière classique[110], la valeur de tout bien de capital est égale à la somme des valeurs actualisées des revenus monétaires que la détention et la mise en œuvre de ce bien de capital permettent de réaliser ; le taux d'actualisation à utiliser est fonction du loyer de l'argent et de la perception du risque associé à sa détention[111]. La proposition soutenue est que la tendance de l'activité économique et les fluctuations autour de celle-ci affectent les deux éléments déterminant la valeur d'un actif sur un marché ou dans une organisation : la rentabilité et le risque. Parmi les théories contractuelles, Jensen et Meckling (1992) considèrent que la performance d'une architecture organisationnelle dépend d'un ensemble de règles du jeu qui allouent les droits de prendre une décision aux agents à travers l'organisation et créent un système d'incitation et de contrôle. La valeur des actifs est liée à la capitalisation et à l'actualisation des rentes organisationnelles en raison de l'aliénabilité des droits décisionnels. La cohérence de l'étude, dans un cadre contractuel, des choix de financement des entreprises selon le contexte économique suggère de proposer une explication appropriée de la relation entre l'environnement macro-économique et la valeur des actifs dans les entreprises et sur les marchés.

La démarche retenue consiste à substituer le schéma contractuel au schéma classique, tant sur le plan des flux de liquidités que du risque ; puis à investir les conséquences de cette substitution notamment sur l'appréhension des choix d'investissement selon les fluctuations économiques.

---

[110] Pour une présentation de celle-ci voir par exemple Cobbaut (1992, p. 41).

[111] Le krach boursier attribué aux monnaies des pays asiatiques (octobre 1997) peut constituer un exemple de cette thèse (ou plus récemment le retournement conjoncturel de fin 2001). Les marchés financiers ont anticipé une forte réduction du pouvoir d'achat des agents économiques en Asie en raison des dévaluations de leurs monnaies, réduisant sensiblement l'espérance de flux de trésorerie sur ces marchés pour les entreprises étrangères. LVMH a perdu 50 % de sa valeur en quelques jours, pour un marché d'environ 10 % de son activité globale. Bien que les investisseurs ne connaissent pas parfaitement les objectifs et les moyens mis en œuvre par LVMH au moment des faits, il leur paraît pourtant clair que les dévaluations sont de mauvais augures pour la rentabilité de l'entreprise. Inversement, une expansion économique engendre une hausse de la valeur des cours, dont l'origine peut être attribuée à l'anticipation d'une exploitation particulièrement profitable des projets d'investissement. McQueen et Roley (1993) suggèrent que les réactions des taux de rentabilité des titres à un événement donné présentent une dissymétrie par rapport à la phase du cycle économique dans lequel il se réalise.

En premier lieu, les flux de trésorerie anticipés dépendent des conditions d'exploitation macro-économiques en raison de l'effet de levier des charges d'exploitation. Pour Schumpeter (1939, p. 5), « n'importe quel dirigeant sait que le succès ou l'échec de ses affaires dépend non seulement du degré d'efficience avec laquelle il dirige son entreprise… mais aussi d'un ensemble de conditions… sur lesquelles il n'a aucun contrôle ». Il semble donc possible d'associer la valeur d'un actif au contexte institutionnel, économique et boursier. La théorie néo-classique suppose que cette relation est positive, c'est-à-dire que les phases de croissance économique traduisent une amélioration des conditions d'exploitation des entreprises conduisant à l'accroissement des flux de liquidités ; une période de récession économique étant associée à une réduction des flux de liquidités des entreprises[112]. Dans le cadre contractuel retenu ici, les hypothèses de la théorie classique pourraient ne pas être adaptées, notamment celles sur les comportements des agents. Ce chapitre vise en partie à présenter une explication de cette association compatible avec la finance organisationnelle.

L'inclination personnelle des dirigeants à diversifier l'activité de leur firme (Amihud et Lev, 1981) et leur liberté d'action, supposées dans les modèles contractuels récents, suggèrent que les dirigeants sont susceptibles de modifier, sous contrainte du système de gouvernement d'entreprises, la nature des contrats formant la firme. Leurs actions contribuent à ce que la sensibilité de sa production et de ses résultats aux fluctuations économiques ne soit pas aussi parfaite que la théorie classique le soutient. Dans le modèle contractuel retenu, les excédents de trésorerie d'exploitation des entreprises sont associés positivement à l'activité actuelle sur le marché des biens et services en raison de l'existence de charges contractuelles fixes dans les coûts de production et de transaction. Ces dernières sont liées, semble-t-il, à la volonté des partenaires de réduire le risque entourant leurs relations avec l'entreprise. En mettant en œuvre des actions concurrentielles (diversification des activités, politiques de rémunérations, gestion fiscale, politiques commerciales agressives…), l'équipe de direction influe sur le montant et la nature des charges en aménageant l'allocation des

[112] Pour certains stratèges, les caractéristiques de l'industrie sectorielle influent directement sur les performances des firmes (concentration, intensité capitalistique, réglementation…).

droits décisionnels et les systèmes d'incitation et de contrôle de l'entreprise. Autrement dit, si l'influence de la marge discrétionnaire des dirigeants sur l'architecture organisationnelle ou son efficacité à inciter les acteurs du jeu à générer des rentes et à réduire leurs risques sont essentiellement de nature plastique, la relation entre les flux de liquidités et l'activité macro-économique n'est probablement ni linéaire, ni monotone.

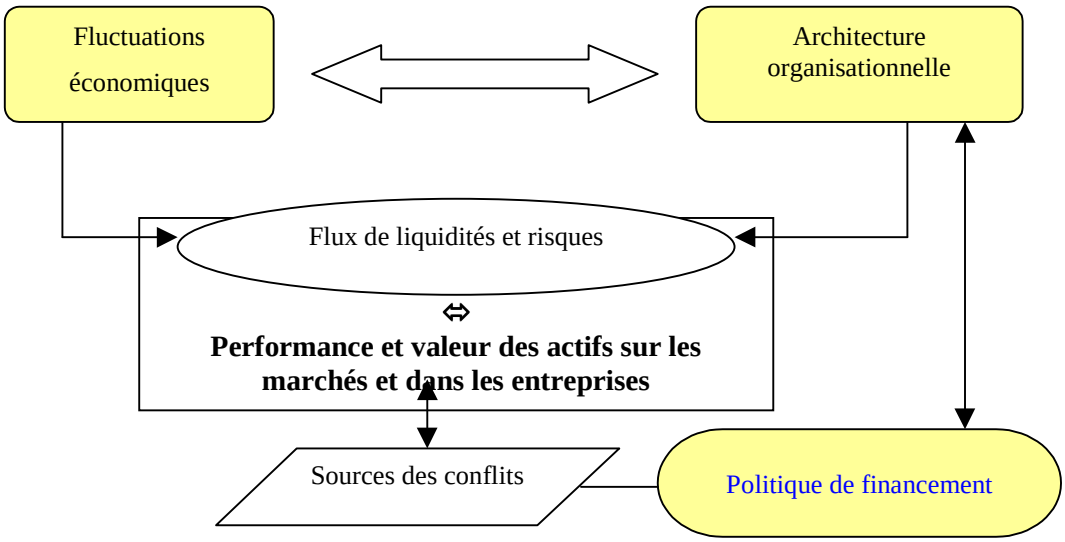
En second lieu, les taux de rentabilité anticipés sur la détention d'actifs dépendent des conditions macro-économiques *via* les primes de risques selon les modèles traditionnels. Les travaux de Chen, Roll et Ross (1986), Fama et French (1989) et Fama (1990 b) suggèrent que les taux de rentabilité espérés des titres financiers sont faibles (élevés) autour du point de retournement haut (bas) du cycle d'activité. Deux raisons sont avancées en considérant le marché comme un lieu de formation des anticipations des agents et de leurs réactions aux événements. L'évaluation des actifs se réfère à la formation de l'anticipation d'un événement et non au moment de sa réalisation ; c'est-à-dire au moment où les investisseurs vont percevoir une évolution de l'environnement économique. D'abord, une diminution du risque d'exploitation provient d'une amélioration de l'activité des entreprises par rapport à leur seuil de rentabilité durant la réalisation d'une croissance économique. Enfin, les agents requièrent des primes afin de compenser l'exposition aux chocs sur les taux d'intérêt (selon le terme) en fonction de leurs anticipations sur la conjoncture économique. Au total, les modèles traditionnels en supposant l'indépendance des déterminants spécifiques et macro-économiques de la rentabilité des projets proposent une relation positive entre les dépenses d'investissement des entreprises et la conjoncture économique appréhendée à partir des fluctuations de l'activité de production autour de sa tendance à long terme.

En troisième lieu, la théorie contractuelle attribue un rôle important à l'architecture organisationnelle dans la détermination des investissements, en suggérant que celle-ci contient les incitations des partenaires à innover ou à capitaliser une connaissance et les contrôles nécessaires à la protection de leurs créances. L'étude du processus décisionnel des organisations lors des étapes de choix et de mise en œuvre des projets par les dirigeants montre que les interactions entre le contexte économique et les formes organisationnelles sont nombreuses. Ainsi, l'influence des fluctuations

économiques sur les choix d'investissement peut s'exercer *via* plusieurs dimensions dont la rentabilité et le risque apparaissent plus comme les aboutissants que les tenants.

Ce chapitre s'organise autour de deux sections. La formulation de l'effet de levier d'exploitation, dû aux rémunérations contractuelles fixes des individus dans l'organisation, permet de traiter de la sensibilité des flux de trésorerie aux fluctuations économiques et de la manière dont cette dernière interagit avec les choix managériaux dans la première section. La seconde section traite de l'évolution des taux de rentabilité en fonction des fluctuations économiques et propose une modélisation des décisions d'investissement selon le contexte économique. Cette section insiste particulièrement sur le rôle attribué à la valeur des actifs en raison de l'hypothèse selon laquelle la politique de financement est censée s'adapter afin de protéger celle-ci des agissements (opportunistes) des partenaires. Schématiquement, la causalité présentée ici est la suivante :

Figure n° 8 : Fluctuations économiques, forme organisationnelle et rôle de la politique de financement.



Légende : Les flux de liquidités et les risques dans les entreprises découlent de l'interaction des fluctuations économiques et de l'architecture organisationnelle. La politique de financement est supposée réduire les sources des conflits entre les partenaires à propos de la performance de l'organisation, sous-entendue qu'elle devrait s'adapter à la conjoncture économique.

Section 1 : Charges contractuellement fixes, levier d'exploitation et sensibilité de la trésorerie des entreprises aux fluctuations de leurs activités

L'idée, selon laquelle les flux de trésorerie d'exploitation d'une entreprise dépendent du niveau d'activité sur le marché des biens et services où elle est positionnée, peut être analysée en répondant successivement à deux questions. D'abord, les entreprises subissent-elles différemment les conditions externes des marchés sur lesquels elles sont présentes ? Ensuite, comment, compte tenu du comportement de ses partenaires, l'environnement immédiat d'une firme conditionne-t-il sa performance économique ?

A) Transmission des fluctuations macro-économiques aux variations de l'activité des entreprises

Afin de répondre à la première question, il s'agit d'expliquer pourquoi la liaison entre l'activité macro-économique et l'activité d'une entreprise, parfaite dans le modèle néo-classique, peut être plus ou moins ténue dans un modèle où l'existence des firmes est liée à l'efficience de l'organisation des relations d'agence[113].

Dans le cas d'un monopole parfait, il y a égalité entre la production sectorielle et la production de la firme, et donc une transmission intégrale à la firme des fluctuations économiques. Dans le cadre néo-classique Walrasien[114], où les entreprises sont en situation de concurrence pure et parfaite, les variations de la demande globale d'un produit unique sont transmises à toutes les entreprises *via* le système des prix relatifs. Lorsque les dirigeants sont preneurs de prix, la demande adressée aux entreprises en est

[113] L'hypothèse selon laquelle les contrats sont incomplets conduit à l'impossibilité de réaliser une couverture parfaite du risque économique, *i.e.* une indépendance de l'activité et des flux de liquidités d'exploitation de la firme à l'environnement.

[114] *Cf.* Abraham-Frois G. *économie politique*, 1989, Ed. Economica.

indépendante. La répartition entre les firmes des quantités produites s'effectue en fonction de leurs coûts de production, et ses déterminants sont exogènes.

La littérature sur les cycles réels suppose que l'influence des fluctuations économiques sur l'activité de la firme se traduit par les variations du rendement technique des outils de production des biens de consommation et de capital en raison des chocs de productivité (Lucas, 1976). Dans ce paradigme, Bernanke et Gertler (1989) utilisent une fonction de profit supposant l'indépendance entre le coût de production de la firme et son activité, et postulent que seule cette dernière dépend de l'activité macro-économique.

En dehors des hypothèses du modèle de concurrence pure et parfaite, l'approche théorique de la stratégie d'entreprise permet de clarifier les mécanismes de transmission des fluctuations économiques à l'activité individuelle des firmes. Dans leur modèle d'équilibre, Shleifer et Vishny (1992) utilisent la métaphore des terres cultivées pour présenter l'idée que toutes les entreprises subissent peu ou prou les fluctuations économiques ; selon celle-ci, un aléa climatique affecte toutes les productions d'une même culture dans un terroir de manière identique. Bien que les facteurs de marché affectent la performance de toutes les entreprises, le degré de l'exposition de l'activité et des résultats de l'entreprise aux fluctuations de l'activité sectorielle dépend néanmoins de la diversification des segments d'activités adoptée par les dirigeants. De plus, cette relation semble être sensible à la nature considérée de l'environnement économique et boursier.

L'exposition de la firme aux fluctuations économiques peut-être déterminée par la poursuite d'une stratégie de diversification – un engagement substantiel de ressources dans différentes activités, largement irréversible qui est fondé sur des suppositions environnementales particulières. Selon Lubatkin et Chatterjee (1991), une stratégie permet de défendre la position marché – produit de la firme contre ses concurrents et les conditions économiques, en transférant l'incertitude sur ceux les plus faibles. La diversification des segments d'activités, s'appréhendant par le type et la nature de l'entrée de nouvelles lignes d'activité dans la firme vise l'objectif de lisser les variations

d'activités sectorielles[115]. Selon Amihud et Lev (1981), cette stratégie serait la conséquence des comportements des dirigeants, qui, compte tenu de la concentration de leur capital humain dans leurs fonctions directoriales, seraient incités à diversifier les activités de leurs entreprises. Ces auteurs émettent l'hypothèse selon laquelle ils obtiennent ainsi des bénéfices personnels supérieurs aux coûts supportés (rémunération et prestige liés à la taille et la réduction du risque sur le capital humain). La nature, reliée ou non, de la diversification poursuivie par le dirigeant, déterminant la rentabilité et le risque de l'entreprise, affecte la sensibilité de son activité et de sa performance économique aux fluctuations sectorielles. En reprenant l'exemple des terres cultivées, un producteur aura la sagesse de diversifier l'emplacement de sa production de manière à réduire l'exposition aux risques climatiques, et bien que subissant le même choc climatique que tous ses voisins, les conséquences monétaires seront moindres. Celui-ci peut diversifier sa production de manière non reliée et ainsi réduire son exposition aux cycles d'activité sectorielle. Ce faisant, il rapproche la répartition de son activité de celle de l'activité macro-économique, et donc augmente la sensibilité de la première à la seconde. En général, plus un portefeuille d'actifs tend à être diversifié, plus sa variabilité tend vers celle du portefeuille de marché.

Un autre point soulevé par la littérature stratégique est que la tendance à long terme de l'activité macro-économique et les variations cycliques de celle-ci modèrent l'influence de la stratégie sur la rentabilité et le risque des entreprises. Maurer (1999) effectue une étude sur le marché français de la thèse de Lubatkin et Chatterjee (1991) liant l'intensité de la relation entre la stratégie de diversification et la performance boursière des entreprises au contexte boursier ambiant. La performance boursière peut être considérée comme un indicateur de la performance économique. Selon l'auteur, l'exposition de la firme aux forces économiques augmente lorsque le contexte boursier

[115] Un indice de diversification de l'activité des firmes peut être fondé sur les secteurs économiques dans lesquels elles vendent leurs produits, et sur la sensibilité de chaque secteur avec le cycle d'activité générale (*cf.* Amit et Livnat, 1988, p. 102). Globalement, la diversification des activités sur la dimension économique s'effectue suivant deux critères. *Primo*, il s'agit de gérer un décalage temporel de l'activité du segment d'exploitation avec un indicateur d'un cycle économique de référence. *Secundo*, il s'agit de calculer la corrélation des flux entre les segments afin d'appréhender l'amplitude de leurs fluctuations. L'identification du décalage temporel entre un secteur et l'économie s'effectue en régressant la production sectorielle avec un indice avancé de l'activité économique, un indice coïncident, et un indice en retard ; le niveau de corrélation informe sur la durée du décalage du secteur. Lorsqu'un secteur est en avance sur l'économie et un autre est en retard, les fluctuations des flux associés aux deux secteurs sont moindres que celles leur étant séparément associées.

est baissier ; signifiant que le *bêta* du modèle de marché dépend du sens dans lequel évolue l'activité économique, autrement dit que le contexte affecte directement et indirectement le risque systématique des entreprises (voir section suivante) (McQueen et Roley, 1993)[116].

Au total, si les choix des dirigeants affectent la performance de l'architecture organisationnelle sur la dimension de la variabilité de l'activité, la transmission des fluctuations macro-économiques aux variations de l'activité individuelle peut ne pas être parfaite. Plus la firme est diversifiée, moins ses résultats sont sensibles aux variations sectorielles et plus ils le sont aux fluctuations générales. La production de la firme est supposée varier plus ou moins en fonction de l'activité macro-économique. Néanmoins, cette transmission n'est pas suffisante pour expliquer sa performance économique et notamment comment les innovations, qu'elles soient liées aux fluctuations économiques ou à l'environnement institutionnel, transforment l'architecture organisationnelle.

B) Une explication contractuelle de la transmission des fluctuations de l'activité aux flux de trésorerie d'exploitation

Après avoir justifié la présence de charges contractuelles fixes dans le fonctionnement des entreprises, le mécanisme du levier d'exploitation liant le résultat économique et la trésorerie d'exploitation aux fluctuations de l'activité est présenté.

Une partie des charges contractuelles d'une entreprise peut être considérée comme fixe ou faiblement dépendante du niveau d'activité de celle-ci pour deux raisons. La firme, selon la théorie contractuelle[117], émerge comme une institution

[116] Les résultats de Maurer (1999) suggèrent que l'influence de la nature de la diversification sur la performance boursière dépend de la phase du cycle boursier se réalisant, alors que l'influence de la phase boursière ambiante sur la performance boursière ne dépend pas de la stratégie poursuivie.

[117] Coase (1937, p. 391) soutient que l'existence des firmes est liée à l'exposition à l'incertitude des agents qui peut n'être que partiellement dépendante de la forme des modes de paiements utilisés. Voir aussi la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976), Fama et Jensen (1983 a et b) et l'économie des coûts de transaction de Williamson (1988, p. 578). Dans la théorie néo-classique, l'ajustement de la …/

susceptible de réduire les risques, donc les coûts, de certains agents économiques ; c'est-à-dire de réduire la sensibilité de la valeur de leurs actifs à la réalisation des états de la nature entourant les transactions. Cette première explication peut être concurrencée par une seconde hypothèse concernant le comportement des partenaires de la firme afin de protéger leurs rentes.

Fama et Jensen (1983 a) argumentent que les formes organisationnelles survivent en raison des économies de coûts d'agence qu'elles permettent de réaliser. Fama et Jensen (1983, b, p.328) proposent que la structure des contrats constituant une organisation limite les risques supportés par la plupart des agents en spécifiant des rémunérations fixes ou des rémunérations incitatives liées à la performance. L'article de Fama (1990, a), bien que soutenant un lien entre les décisions de financement et les coûts contractuels de l'ensemble de l'organisation[118], s'appuie sur cette littérature contractuelle et le principe de diversification afin d'expliquer et de détailler comment la contractualisation entre les partenaires de la firme, autres que les actionnaires, peut être caractérisée par la rétribution fixe des facteurs de production. Selon ce dernier (p. 873), les agents font face à une incertitude en raison de la complexité à évaluer les conséquences de leurs engagements contractuels – entraînant *ex ante* une anticipation de coûts *ex post.* Ces coûts contractuels pour les agents augmentent avec les variations temporelles significatives de la probabilité de défaut contractuel car de telles circonstances rendent nécessaires une réévaluation des contrats plus fréquente. La concentration du risque sur un groupe défini de partenaires (les détenteurs des droits résiduels) peut être efficiente en réduisant les coûts d'agence supportés par les autres parties de l'organisation, lorsque les contrats offrent des rémunérations indépendantes de l'activité à court terme aux agents n'ayant pas la possibilité de diversifier leur patrimoine. Dans ce sens, les capitaux propres de l'entreprise – et le capital humain des dirigeants – apparaissent comme une garantie crédible à des engagements concernant

(*suite de la note de bas de page n° 117*) production à l'activité s'effectue sans coûts de transaction en raison de la parfaite divisibilité des facteurs de production, laquelle engendre l'absence de charges fixes.

[118] Pour cet auteur, la structure des charges affecte la structure de financement car les dirigeants vont passer des contrats financiers de manière à réduire les coûts totaux. La proposition soutenue dans le chapitre suivant est que la structure des charges affecte la structure de financement en raison de la sensibilité des coûts de financement aux variations d'activité économique.

les paiements fixes que réclament les créanciers[119]. De plus, la possibilité de diversifier un portefeuille de droits résiduels sur les marchés financiers signifie que les actions de la firme sont évaluées par rapport à leur contribution au risque de marché. La contractualisation avec un agent ne pouvant obtenir une diversification optimale conduit à anticiper rationnellement de celui-ci une rémunération plus importante que celle requise par le marché financier. Fama (1990, a) avance plusieurs arguments traditionnellement repris dans la théorie contractuelle sur les conséquences du problème d'agence (risque moral) : le coût de l'évaluation de la performance, la fréquence des transactions, la spécificité des actifs et les effets de la réputation.

Selon Stiglitz (1992 a, p. 295), des individus poursuivant l'objectif de protéger leurs rentes[120] peuvent négocier des rémunérations fixes, en termes de prix, de leurs facteurs de production. En effet, les variations de prix, liées aux fluctuations économiques, augmentent la différence, positive ou négative, entre le prix négocié dans un contrat et le prix d'une prestation équivalente sur le marché, incitant pour maintenir la valeur de la rente obtenue lors de la contractualisation, soit à revoir les termes du contrat en direction des réalités du marché, soit à interrompre les relations existantes pour entrer dans de nouvelles[121]. L'auteur fournit plusieurs exemples, dont celui du rationnement du crédit montrant comment une banque a intérêt à proposer une rémunération fixe des prêts et, éventuellement, à rationner la quantité de prêts encours. L'augmentation des taux afin de réduire la demande de fonds non satisfaite, agit sur le risque moyen des projets financés (effet de sélection adverse sur le marché de crédit proposé par Stiglitz et Weiss, 1981), et réduit la rente dégagée par une banque sur ses

---

[119] Des augmentations de capital réalisées au début et durant le déroulement d'une phase d'expansion économique pourraient être liées aux risques de ruptures ou de renégociations de contrats plus importants en raison de la faiblesse de l'utilisation des ressources de l'entreprise durant la récession économique et constituer un signal de confiance des dirigeants et des actionnaires envers les autres partenaires.

[120] Chaque rente est définie comme la différence entre ce que chacun obtient dans sa relation actuelle et ce qu'il pourrait espérer obtenir dans une autre relation sur le marché.

[121] Selon l'auteur, le seuil, à partir duquel les gains de ces deux options sont supérieurs aux coûts, dépend d'autres facteurs tels que la législation, la réputation, la confiance, permettant de limiter l'opportunisme contractuel ; ce qui laisse dans les faits, de la place à la réalisation d'ajustements de l'offre et de la demande sur le marché par les prix sans provoquer de pertes de rentes globales. Il reprend l'analyse d'Hirschman (1970) puis une conception de la firme où ses partenaires font face à la discipline exercée et profitent des opportunités offertes par les marchés (Fama, 1980, pour une application sur le marché des dirigeants).

relations actuelles avec les emprunteurs. Un emprunteur dont la signature est réputée peut être incité par cette hausse des taux à changer d'établissement de crédit au-delà d'un coût comprenant le paiement des intérêts et le coût de production de connaissance spécifique – obtenue par la banque lors de la réalisation d'une relation préalable de crédit et correspondant à la collecte et au traitement de l'information pertinente – supporté par une banque concurrente pour entrer en relation avec une nouvelle entreprise (*cf.* la présentation du modèle Berkovitch et Narayanan (1993) dans le chapitre suivant).

En bref, la rigidité en termes de prix des clauses contractuelles semble permettre de minimiser les pertes résiduelles d'agences et de protéger les rentes contractuelles. L'intérêt de supposer la présence de charges fixes est que celle-ci soutient la relation suivante, même si elle peut être concurrencée. Si les rémunérations offertes par l'entreprise aux possesseurs des facteurs de production sont fixes alors les fluctuations de son activité en volume et/ou en valeur engendrent, toutes choses étant égales par ailleurs, les variations de ses flux de trésorerie. Dans un modèle économique, cette dernière relation peut être liée aux hypothèses concernant la forme de la fonction de production de l'entreprise, et par extension aux aménagements de l'architecture organisationnelle.

En premier lieu, l'équation de l'effet de levier exprimée en termes de flux de trésorerie peut être obtenue à partir de la formulation en termes de produits et charges de l'effet de levier présentée dans les ouvrages de gestion. Les flux de liquidités peuvent être estimés par la différence entre les encaissements liés au chiffre d'affaires (CA) (indicateur de l'activité de la firme) et les dépenses variables et fixes. Avant prise en considération des politiques d'investissement et de financement, les flux de trésorerie (y) peuvent être estimés en soustrayant, d'une part la variation du besoin en fonds de roulement liée à la variation d'activité de la marge sur coût variable (CV), d'autre part le montant des charges calculées des charges fixes (CF). En acceptant l'hypothèse de charges contractuelles fixes, la marge sur coût variable est constante et positive ($1-\alpha$). De plus, il est supposé que le prix de vente est supérieur au coût variable unitaire. Pour une fonction de coût donnée, la variation des flux de trésorerie présente le signe de la variation de l'activité ; et l'élasticité ($E_{y/CA}$) permet d'exprimer l'influence d'une variation de l'activité sur les flux de trésorerie, selon le niveau des charges fixes.

Équation n° 8 $y = CA - CF - CV = (1-\alpha)\ CA - CF$

$\Rightarrow \delta y/\delta CA = (1-\alpha) > 0$

et $E_{y/CA} = \dfrac{\dfrac{\delta y}{y}}{\dfrac{\delta CA}{CA}} = \dfrac{1}{1 - \dfrac{CF}{(1-\alpha)CA}}$

D'où $\delta y = E_{y/CA} \,.\, y \,.\, \delta CA/CA$

Le signe de l'élasticité dépend de la situation de l'entreprise. Il est négatif lorsque l'exploitation génère des pertes et positif lorsque l'exploitation secrète des bénéfices. Pour une fonction de coût inchangée et dans une situation bénéficiaire, la variation des flux de trésorerie (δy) présente le signe de la variation d'activité (δCA). La variation des flux est strictement proportionnelle à celle de l'activité. Le lecteur peut se reporter à l'annexe n° 3 pour une mise en évidence de la relation entre flux et activité à partir de la formule de la VAN.

En second lieu, l'hypothèse de charges contractuelles fixes peut être concurrencée selon le cadre théorique retenu. Grâce à un modèle apparenté aux cycles d'affaires réels, Bernanke et Gertler (1989) proposent une association entre les coûts d'agence de la dette et le niveau d'activité macro-économique, et pour ce faire, utilisent une hypothèse liant la richesse nette de la firme – estimée par la solvabilité et le résultat économique – au cycle économique. Selon eux, le coût de production dépend exclusivement de la productivité de l'entrepreneur ; celle-ci est fixe à court terme car liée aux possibilités techniques de production, donc indépendante de l'activité macro-économique et de sa propre activité. Carlstrom et Fuerst (1997, p. 903) montrent que, dans un modèle de cycles réels avec coûts d'agence, les chocs technologiques stimulent les résultats des entreprises compte tenu de l'irréversibilité de leur capital physique à court terme et que l'aléa économique n'affecte que le rendement technique de la production.

* * *

* *

*

Pour conclure, le contexte économique est supposé exercer une influence sur la performance individuelle des entreprises (notion retenue ici à partir des flux de liquidités). Les variations de flux de trésorerie des entreprises sont, *ceteris paribus*, en moyenne positivement associées aux fluctuations de l'activité macro-économique en supposant la présence de charges fixes dans les budgets des entreprises. Cette hypothèse représente une des dimensions de la relation 1 du graphique proposé par Coleman (1994) (repris Figure n° 2 dans l'introduction) entre le système macro-économique et le niveau micro-économique, niveau d'étude des actions individuelles. La revue de la littérature montre que le plus souvent les conséquences macro-économiques sur les firmes sont mesurées à partir des flux de liquidités. Celles-ci apparaissent robustes à la méthodologie de tests empiriques utilisée et à la nature de la performance retenue (comptable ou de marché). Le Tableau n° 2 synthétise quelques-unes des dimensions utilisées parmi les courants de pensée.

Tableau n° 2 : Dimensions et indicateurs soutenus dans la littérature de la relation entre les flux de liquidités des entreprises et le contexte économique.

Courants et auteurs	**Liaison**	**Concept(s) économique(s)**	**Dimension(s)** **Indicateur(s)**
Théorie des cycles d'affaires réels	Positive	Chocs de productivité sur PIB.	Richesse nette, solvabilité Flux de trésorerie courants et cumulés
Bernanke et Gertler (1989, p.18) : l'épargne (et la richesse) sont plus importants lorsque l'économie se porte bien. Carlstrom et Fuerst (1997, p. 903) : la présence de coûts fixes implique que durant l'expansion les firmes voient leur flux internes augmenter relativement à leur obligations fixes, libérant ainsi plus de ressources internes pour le financement.			
Théories contractuelles des organisations	Positive	Demande du marché et part de marché Taux de croissance de la production sectorielle	Contrainte de financement Perception du risque environnemental Fonds internes
Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1998) ; Stiglitz (1992)			
Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) ; Aglietta (1993) ; Carpenter *et al.* (1995),	Positive	variations des quantités et des prix	Richesse nette ; valeur de liquidation Flux de liquidités

Cette hypothèse selon laquelle l'environnement influe sur la performance individuelle n'est pas tautologique dans le cadre théorique retenu dans cette thèse. Outre son caractère général, l'explication fournie peut être falsifiée en pratique, et ses énoncés contraires sont susceptibles d'être vérifiés[122]. Sa robustesse s'appuie sur les hypothèses comportementales des partenaires de la firme, et non sur le comportement des agrégats macro-économiques.

En théorie, les décisions d'investissement des dirigeants[123], en aménageant l'architecture organisationnelle, sont supposées avoir un impact important sur la nature et la forme des rémunérations des partenaires. Ils ont ainsi la possibilité d'adapter le seuil de rentabilité de l'exploitation. En d'autres termes, l'influence de l'économie sur la performance est de nature plastique, car elle résulte de l'interaction de paramètres endogènes et exogènes. De plus, à terme, l'organisation des activités de la firme est censée influer sur le système de contrôle et d'incitation des individus. La liberté d'action supposée des dirigeants leur permet de modifier, certes en subissant les contraintes du système de gouvernement des entreprises, la sensibilité du résultat d'exploitation aux conditions extérieures et la variabilité des charges. L'intérêt de l'analyse est de préciser l'approche classique du lien entre fluctuations macro-économiques et trésorerie des entreprises. Une limite de l'analyse proposée est de se focaliser sur la dimension des flux de liquidités et de leur variabilité dans la relation entre le niveau macro-économique et micro-économique, au détriment d'autres dimensions vraisemblablement plus intéressantes sur le plan théorique (aménagement de la forme organisationnelle). Néanmoins le dépassement de cette limite pourrait être obtenu en étudiant comment le dirigeant peut modifier la forme de la fonction de production en jouant sur les choix des partenaires (interne ou externe) et leurs modes de

[122] Au niveau micro, la survenance d'une récession économique n'implique pas pour autant que toutes les entreprises subissent une réduction de leurs flux de liquidités. L'impact des fluctuations économiques sur les flux de liquidités d'exploitation n'est *a priori* pas déterminé pour une entreprise en particulier.

[123] Le type et la nature des actifs acquis ou vendus lors de la mise en œuvre d'une stratégie de diversification, soit par développement interne ou par acquisition, entraînent des modifications du système d'allocation des droits décisionnels dans l'entreprise. L'externalisation ou l'internalisation d'activités économiques dans l'architecture organisationnelle découle de la décision d'investissement au-delà de la simple dimension de la réduction de la variabilité du résultat d'exploitation.

rémunération (fixe ou variable) et de contrôle (marché ou hiérarchique) en fonction de l'environnement sans rechercher nécessairement la réduction du risque économique.

Une explication concurrente de l'hypothèse de fixité des charges est que des facteurs communs peuvent affecter simultanément la production économique et la valeur des actifs économiques des entreprises – par exemple, une réduction du taux de rentabilité requis par les investisseurs accroît la valeur des titres et l'investissement des entreprises sans modifier les revenus futurs. Toutefois, il semble possible d'élargir l'étude des conséquences de rémunérations fixes des agents sur la volatilité des flux de trésorerie et des résultats d'exploitation, c'est-à-dire sur le risque d'exploitation. Dans les modèles financiers traditionnels, celui-ci est une composante fondamentale des taux d'actualisation requis par le marché financier en fonction de l'état de l'environnement économique.

Section 2 : Fluctuations économiques, taux d'actualisation et modélisations des choix d'investissement

Afin d'étudier l'évaluation des actifs des entreprises selon le contexte économique dans un cadre contractuel, il convient de traiter de l'évolution des taux d'actualisation et des choix d'investissement, après celle des flux de liquidités. Les rémunérations contractuelles que sont supposées réclamer les partenaires de la firme peuvent non seulement influer sur sa trésorerie, mais aussi sur les taux de rentabilité requis par ses actionnaires et ses créanciers. Dans les modèles financiers traditionnels, les taux de rentabilité requis correspondent, entre autres, aux primes de risque d'exploitation des entreprises et aux risques liés aux taux d'intérêt. Le premier objectif de cette section est d'éclairer comment les fluctuations économiques interférent avec ces composantes des taux de rentabilité. En outre, les ouvrages de gestion financière présentent largement les conséquences de l'évolution des taux de rentabilité requis sur les choix (quantitatifs) d'investissement.

Néanmoins, la théorie contractuelle utilisée ici substitue une conception de l'investissement des entreprises endogène à l'architecture organisationnelle à une conception exogène des états du monde et de l'ensemble d'opportunités d'investissement. Le second objectif est d'investir les conséquences de cette approche, d'identifier et d'étudier comment les fluctuations macro-économiques influent, au niveau organisationnel, sur les dimensions des investissements entrepris par les dirigeants. Quantitativement et qualitativement, les choix d'investissement sont supposés à la fois, être élaborés avec, et dépendre de la forme organisationnelle dans laquelle les projets seront mis en œuvre. Conjointement à la valeur des actifs, l'analyse de l'investissement tient une place importante en raison de son rôle dans les conflits d'intérêts entre partenaires.

Pour mettre en évidence l'intérêt de ce changement de cadre théorique, la démarche proposée consiste à étudier le fonctionnement du processus décisionnel des organisations selon les phases considérées du cycle économique. En considérant que l'information et la connaissance détenues par les dirigeants sur les marchés des biens et

services semblent influencer le processus décisionnel des organisations décrit par Fama et Jensen (1983 b), cette section propose une explication de la relation quantitative entre les dépenses d'investissement et les fluctuations de la croissance économique.

Outre l'approche traditionnelle fondée sur les risques liés à l'état général de l'économie et présentée dans une première sous-section, l'influence des fluctuations économiques sur les choix d'investissement est abordée, sous l'angle organisationnel, dans une seconde sous-section.

A) Risques liés aux fluctuations économiques et valeur des actifs

L'idée est que le contexte économique exerce une influence sur le risque d'exploitation et sur le risque de taux d'intérêt supportés par les partenaires financiers de la firme et que ces derniers ajustent leurs taux de rentabilité requis. En conséquence, les fluctuations de l'activité réelle peuvent expliquer en partie les variations de valeur des actifs des entreprises. Cette première idée s'appuie sur deux arguments. Après une description du risque d'exploitation des entreprises et du risque lié au prix du temps, une discussion sur les travaux de Fama et French (1989) présente le lien entre fluctuations économiques et taux de rentabilité requis.

1/ Le risque d'exploitation

Le risque d'exploitation représente la vraisemblance qu'une firme connaisse un changement substantiel de profitabilité. Il peut être appréhendé par la variabilité anticipée du résultat économique et la position anticipée de l'activité relativement au seuil de rentabilité prévu (la valeur absolue de l'élasticité du résultat à l'activité). Il s'agit de montrer comment les fluctuations de l'activité macro-économique peuvent affecter ces deux dimensions.

Sur la première dimension, la volatilité du résultat économique est engendrée, proportionnellement au carré de la marge sur coût variable, par celle de l'activité (*cf.* Équation n° 8)[124]. La présence de charges fixes dans les budgets des entreprises est à l'origine de la sensibilité des flux de liquidités résiduels aux fluctuations économiques. Ce n'est que la tendance des entreprises à utiliser plus de charges fixes (augmentation de la taille des entreprises, augmentation de la part des industries de services dans l'économie…) qui peut être à l'origine de l'accroissement de cette sensibilité. Cette dernière signifie par exemple que lorsque la demande adressée à la firme diminue, le résultat se réduit plus rapidement en fonction de la valeur de l'élasticité du résultat à l'activité.

Selon la seconde dimension, la réalisation d'une croissance de l'activité sur le marché des biens et services conduit généralement à améliorer la position de l'entreprise par rapport à son point mort à court terme si les rémunérations des partenaires sont fixes à court terme. La sensibilité du résultat d'exploitation aux variations d'activité est d'autant moins importante que l'activité s'éloigne du seuil de rentabilité de l'entreprise. Suivant la nature de l'activité et sa situation dans son environnement, le résultat d'exploitation de l'entreprise est plus ou moins sensible aux variations de prix et de quantités des transactions réalisées avec ses partenaires. Par définition, l'adaptation de la structure des charges en ce qui concerne la production nécessite l'écoulement d'un certain laps de temps ; dès lors, la succession de périodes de croissance (par définition une suite de taux de croissance positifs) peut conduire à réduire la probabilité que l'activité soit suffisamment faible pour engendrer des pertes d'exploitation.

Selon une étude de Schwert (1989, p. 1116) sur la volatilité des marchés boursiers, « il est plausible que les changements dans le niveau d'incertitude à propos des conditions d'exploitation macro-économiques futures causeraient un changement proportionnel de la volatilité du rendement des titres »[125]. En raison de l'existence du

[124] En termes relatif cela s'exprime de la manière suivante : la variabilité des taux de variation du résultat économique est engendrée par la variabilité du taux de variation de l'activité proportionnellement au carré de l'élasticité entre le résultat et l'activité.

[125] *"Thus, it is plausible that a change in the level of uncertainty about the future macroeconomic conditions would cause a proportional change in stock return volatility"*.

levier d'exploitation, l'auteur conclut que la volatilité de la rentabilité des actions s'accroît durant les périodes de récession économique. Par ailleurs, la variation du risque financier due à l'évolution de la structure de financement durant le cycle économique peut aussi participer, plus ou moins amplement, à la variabilité des rendements des titres boursiers (Brealey et Myers, 1996).

Au total, l'orientation à la hausse de l'activité économique conduit à réduire le risque d'exploitation. À l'inverse, la baisse de la production industrielle dans l'économie entraîne, outre une réduction moyenne des taux de rentabilité des entreprises, un accroissement du risque d'exploitation. L'argument suivant s'appuie sur le risque de taux.

2/ Le risque de taux

La proposition à propos des variations de taux d'intérêts soutenue par Fama et French en 1989 est que les taux de rentabilité requis sont dépendants de l'activité économique, car celle-ci influe sur les risques supportés par les détenteurs de titres financiers. Selon eux, deux dimensions doivent être appréciées, en fonction de la sensibilité de la valeur des titres, d'une part aux conditions d'exploitation des entreprises, d'autre part aux aléas liés aux taux d'actualisation (prix du temps).

Leur argumentation de la faiblesse des taux de rentabilité durant les phases d'expansion correspond à la seconde dimension du risque d'exploitation ; ils parlent de la sensibilité des rendements à des changements non anticipés de l'activité économique. Fama (1990 a, p. 578) précise que cette incertitude sur le résultat d'exploitation correspond à des risques dans l'exécution des contrats : la durée des processus de production, le taux de défaut des clients, les décalages saisonniers entre l'offre et la demande... Afin d'appréhender le risque d'exploitation sur le plan macro, ces auteurs utilisent des estimateurs comme le taux de rendement (*dividend yield*) et le différentiel de qualité de signature (*default spread* = l'écart de taux d'intérêt entre les titres de notation faible et ceux de notation élevée (bbb – aaa)). Ces auteurs supposent que, lorsque le risque d'exploitation est important, le versement de dividendes est faible

voire inexistant et que le taux d'intérêt de la dette risquée est supérieur à celui de la dette sans risque. Dans la littérature économique, le différentiel de qualité, le risque de signature, est négativement corrélé avec la croissance de la production industrielle ; en outre le versement de dividende est lié à la disponibilité de flux de trésorerie.

Au-delà de l'appréhension de la dimension à long terme associée au risque d'exploitation, Fama et French (1989) estiment que les conditions économiques influent à court terme sur les taux de rentabilité requis en raison d'une prime compensant l'exposition aux variations des taux d'intérêt à terme susceptible d'être engendrées par les fluctuations de l'activité économique. Les actifs à maturité longue, présentant une sensibilité aux variations de taux d'actualisation supérieure à celle des titres de maturité courte, doivent offrir une rémunération plus importante (structure à terme des taux d'intérêt positive). Or, dans la littérature économique (voir Fayolle, 1994 ; Fayolle et Mathis, 1994), l'inversion de la structure à terme des taux signifie l'entrée de l'économie dans une phase de récession. La baisse des taux d'intérêt longs est probable après le passage du pic conjoncturel en raison du ralentissement des échanges, la prime de risque (long – court) serait faible ; alors qu'elle est importante après le point de retournement inférieur lorsque l'augmentation des taux d'intérêt longs est anticipée avec l'accélération de la croissance économique. Par ailleurs, Fama explique que les taux longs sont relativement plus stables dans le temps que les taux courts ; ces derniers présentent une sensibilité plus importante que les premiers à la conjoncture économique et à la politique monétaire.

D'autres estimateurs permettent d'évaluer les risques économiques subis par les investisseurs. Les travaux sur les taux de rentabilité des titres de Fama et French (1992, 1993, 1996) soulignent l'existence d'un effet statistique lié à la taille de l'entreprise et à son ratio valeur comptable sur valeur de marché (B/M) susceptible de traduire des différences de risques entre les entreprises qui ne sont pas appréhendées par le risque systématique du modèle de marché. Il existe probablement une relation directe à long terme entre le cycle économique et d'une part la taille des entreprises, d'autre part leur capitalisation boursière. Il est supposé alors que l'amélioration de l'activité économique, conduisant à réduire le risque d'exploitation, modère indirectement la relation entre ces deux dimensions du risque et le taux de rentabilité requis. L'étude de Chan et Chen (1988, p. 311) rapporte que la différence de risque entre les petites et les

grandes firmes est plus faible dans un contexte favorable que durant un contexte défavorable. Zhang (1998) soutient que même si les entreprises présentant des ratios B/M élevés sont plus risquées que celles ayant des ratios B/M faibles, l'écart de risque est plus faible dans des marchés en forte croissance.

En bref, la prime de risque de défaut présente les valeurs les plus élevées durant les dépressions et les périodes d'incertitude, et les valeurs les plus faibles durant les phases de croissance fortes et stables. La prime liée au risque de taux présente les valeurs les plus élevées durant les creux comparativement aux pics voisins. Au total, la récession économique peut être considérée comme un changement de la perception de l'incertitude environnementale ; les phases de croissance économique sont souvent considérées comme des périodes où le risque d'exploitation des firmes est faible. Dans la mesure où les taux de rentabilité requis par les investisseurs tiennent compte de ces primes de risque, une relation négative est supposée entre les variations de l'activité macro-économique et les variations des taux de rentabilité requis sur le marché financier. Autrement dit, les variations de taux de rentabilité requis sont supposées être opposées à celles des conditions économiques appréhendées par le niveau et la croissance de la production industrielle[126].

En s'appuyant sur la proposition qu'il existe des rémunérations contractuellement fixes dans les organisations, cette sous-section a établi une relation

---

[126] Il existe plusieurs explications concurrentes.

Selon la théorie du revenu permanent et le modèle d'évaluation des actifs (reprise de Fama, 1990, b), les taux de rentabilité requis sont négativement reliés aux conditions économiques à court et long termes. L'intuition est que lorsque les temps sont durs, le revenu est faible relativement à la richesse et les taux de rentabilité doivent être élevés afin d'induire une substitution entre la consommation et l'investissement ; lorsque l'environnement est favorable, le revenu est élevé relativement à la richesse, le marché peut s'équilibrer à des taux de rentabilité plus faibles.

Ensuite, la variabilité du résultat économique peut être liée au risque systématique (le béta du modèle de marché). Le MEDAF permet d'obtenir le taux de rentabilité requis sur un titre financier en fonction de sa contribution au risque de marché. Ces taux de rentabilité évoluent dans le sens du risque systématique du marché, au niveau de l'économie. Lorsque la récession correspond à une période où la prime de risque est élevée et l'expansion correspond à une période où la prime de risque est faible, alors les taux de rentabilité requis par les investisseurs sont négativement liés aux conditions économiques.

Enfin selon Maurer (1999), l'effet de la stratégie de diversification – donc de réduction du risque – sur la performance de la firme est beaucoup plus important durant les phases boursières baissière que haussière. En assimilant celles-ci aux fluctuations économiques, il semble alors que l'impact des variations de la production industrielle sur le risque de la firme soit plus important durant les récessions.

entre le contexte économique et les taux de rentabilité requis par les investisseurs sur le marché financier, en étudiant le risque d'exploitation des entreprises et la structure à terme des taux d'intérêt. L'analyse précédente a relié les flux de liquidités des entreprises à l'évolution de l'activité macro-économique. Les taux de rentabilité des titres boursiers dépendent des flux de liquidités, anticipés en fonction de l'évolution du PIB, et des taux d'actualisation utilisés. Ces derniers dépendent des taux de rentabilité anticipés et des chocs les affectant : principalement les variations du prix du risque liées aux fluctuations économiques. L'exploration de la littérature permet donc de proposer une association positive entre les valeurs des actifs et les conditions d'exploitation appréhendées par le niveau et le taux de croissance de l'activité macro-économique.

La finance et la macro-économie néoclassique traite largement le corollaire de cette proposition. Les dépenses d'investissement des entreprises devraient être plus importantes durant les périodes d'expansion comparativement à celles de récession si, d'une part les flux de liquidités sont plus importants, d'autre part les taux d'actualisation sont plus faibles. Cependant, les manuels indiquent rarement le fonctionnement organisationnel de ce corollaire selon Van Loye (1997) par exemple. Grâce à l'ancrage de la finance dans la théorie organisationnelle, l'élargissement des dimensions de l'investissement, établi lors de la modélisation de leur évaluation, permet ici d'étudier l'influence des fluctuations économiques.

B) Modélisation des choix (organisationnels) d'investissement dans un contexte avec fluctuations économiques

Les décisions de financement pourraient être liées aux contextes économique et boursier dans le sens où les fluctuations macro-économiques influent sur la façon dont les dirigeants choisissent leurs investissements. Historiquement, les théories de la firme fournissent divers arguments étayant une association, sur le plan micro-économique, entre les fluctuations économiques et les dépenses d'investissement des entreprises. La théorie classique offre, à travers la formulation de la valeur actuelle nette (VAN) d'un projet, un moyen d'appréhender cette association. Il suffit de considérer que la VAN des flux de liquidités futurs est fonction de deux éléments : un facteur spécifique

représentant les capacités organisationnelles de l'entreprise à générer des flux et un facteur non spécifique représentant l'influence de l'économie sur les marchés de l'entreprise, en supposant une indépendance entre eux (c'est-à-dire que les décisions de la firme ne peuvent influencer les décisions des participants sur le marché = hypothèse d'atomicité). Ce raisonnement peut être sommaire dans la mesure où il tend à masquer le fonctionnement organisationnel. La théorie contractuelle, quant à elle, peut retenir une conception de l'investissement compatible avec cette hypothèse implicite en considérant que les opportunités d'investissement d'une entreprise lui sont exogènes[127]. Dans ces conditions, si les dirigeants choisissent d'investir en priorité dans les projets présentant un niveau de rentabilité interne suffisant, la valeur de l'ensemble d'opportunités d'investissement et, par extension, les dépenses d'investissement des entreprises, sont supposées augmenter avec l'anticipation d'une amélioration des conditions d'exploitation, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire la forme de l'architecture organisationnelle.

Cette sous-section présente un schéma selon lequel les fluctuations de la croissance économique influent sur la manière dont les dirigeants élaborent, initient et mettent en œuvre les projets d'investissement de l'entreprise. En retenant une conception classique des choix d'investissement, Berkovitch et Narayanan (1993) proposent que l'amélioration des conditions d'exploitation durant les phases d'expansion économique accroît la rentabilité anticipée des actifs et incite les dirigeants à mettre en œuvre un nombre plus important de projets comparativement aux périodes de récession. Cependant, l'intérêt de cette approche est restreint par l'exogènéité supposée des états du monde et de l'ensemble des opportunités d'investissement. En d'autres termes, l'architecture organisationnelle, qui encadre l'exploitation des projets d'investissement, est supposée indépendante du contexte économique dans lequel la première s'insère. Cette sous-section est organisée en deux paragraphes afin de présenter le fonctionnent du processus décisionnel des organisations (§1) dans un environnement économique fluctuant (§2).

[127] Par exemple lorsqu'elles sont déterminées sur le marché des facteurs de production sur lequel un dirigeant en particulier n'a aucune influence (Jensen, 1986 ; Williamson, 1988). Par ailleurs, la théorie des cycles d'affaires réels suppose que les cycles de la production sont liés aux chocs de technologique de productivité ou de préférences des individus.

1/ Le processus d'investissement avec asymétrie informationnelle...

L'idée développée est que lorsque les dirigeants prennent leurs décisions dans un cadre plus ou moins contraignant, leur politique d'investissement peut dépendre de l'information économique dont ils disposent ; celle-ci concerne notamment l'état du marché des biens et services qui prévaudra durant l'exploitation des projets. La décomposition de l'étape d'initiation du processus décisionnel des organisations permet de mettre en évidence un niveau de rentabilité « suffisant et contraint » que doivent atteindre les projets pour être entrepris[128].

Fama et Jensen (1983 a et b) appréhendent le processus décisionnel à l'intérieur des organisations en quatre étapes ou fonctions pouvant être attribuées à différents partenaires de l'entreprise. Les grandes entreprises sont parfois caractérisées par la séparation des fonctions de direction – initiation et mise en œuvre des investissements – et de propriété – ratification et contrôle. L'intérêt d'une telle forme organisationnelle réside dans les bénéfices de la coopération des parties[129]. Toutefois, cette coopération n'est efficiente que si elle constitue une forme organisationnelle minimisant les coûts d'agence par rapport aux autres formes alternatives. L'incitation à adapter les formes organisationnelles est directement liée à la possibilité de s'approprier les économies de coûts qui en résultent.

Durant une phase d'élaboration, le dirigeant identifie et constitue une liste de projets avec leurs caractéristiques propres. Les contraintes exercées par les partenaires

[128] Par comparaison, dans le cadre de la théorie classique, l'entreprise est considérée comme un ensemble de possibilités d'investissement et les choix optimums d'investissement sont déterminés par le critère de la VAN. La politique d'investissement consiste à mettre en œuvre tous les projets contribuant à créer de la richesse pour les actionnaires. Ce critère d'acceptation des projets conduit à déterminer un taux minimum de rentabilité ; celui-ci peut s'exprimer en fonction du taux de marge commerciale et du taux de rotation de l'actif lié à l'activité économique et indirectement aux fluctuations économiques. Qui plus est, les hypothèses fondatrices de la théorie autorisent une séparation des décisions (Charreaux, 2000, p. 11) L'agent choisit à l'intérieur d'un ensemble donné les projets d'investissement dont les flux sont déterminés en fonction d'impératifs purement techniques et de l'état de l'environnement selon le critère de la VAN des titres.

[129] Notamment liés à la possibilité de colocaliser les droits décisionnels avec la connaissance spécifique nécessaire à l'accomplissement d'un ensemble d'opérations.

de l'entreprise sur son comportement et sur ses ressources disponibles, visent à orienter les choix des projets dans une direction compatible avec leurs intérêts[130]. Pour des conditions économiques données, ces contraintes ont pour objet d'inciter le dirigeant à séparer ou pas l'ensemble des projets en un groupe qu'il peut entreprendre – l'ensemble des choix réalisables – et un groupe ne satisfaisant pas *a priori* la rémunération des parties prenantes qu'il conservera en portefeuille sans les mettre en œuvre[131]. Le niveau de rentabilité des projets permettant cette différenciation, s'il existe[132], constitue une information privée détenue par le dirigeant au détriment des autres partenaires en raison de la séparation fonctionnelle des entreprises favorisant son pouvoir de négociation. En conservant une partie des projets, le dirigeant crée, au cours du temps, un portefeuille d'options réelles représentant à la fois sa latitude décisionnelle sur la dimension de possibilités d'investissement et la flexibilité de l'investissement de l'entreprise. À chaque période, le portefeuille contient les anciens projets reportés plus les nouveaux non entrepris moins ceux qui se sont évaporés en raison de la concurrence sur les marchés ou de l'obsolescence technique. L'information sur le contexte économique dont le dirigeant dispose, et ses anticipations sur les réalisations futures, expansion ou récession, « conditionnent » son comportement, c'est-à-dire ses choix d'investissement.

---

[130] Cette hypothèse assure que les managers investissent dans les projets à VAN positive en premier. Il existe cependant des propositions alternatives dans la littérature. D'une part, les systèmes incitatifs de la firme liant proportionnellement la valeur des projets à l'utilité du décideur devraient conduire celui-ci à favoriser les projets créateurs de valeurs. Stulz (1990) propose une hypothèse de substitution selon laquelle les bénéfices privés accaparés par les dirigeants des investissements sont positivement corrélés avec la valeur actuelle nette des projets ; Par exemple, les projets à VAN négative (positive) réduisent (augmentent) le montant de ressources financières disponibles dans le futur. Le dirigeant est supposé investir dans les projets les plus créateurs de valeur dans la mesure où ces derniers maximisent les consommations liées à l'emploi sous la contrainte de conserver le contrôle des ressources et que le portefeuille d'opportunités de croissance présentant un rendement décroissant. Certains auteurs comme Krainer (1992) utilisent une fonction de production particulière à rendements décroissants et à risque croissant, compatible avec cette hypothèse (*cf.* section 2 chapitre 2 ci-dessous). D'autre part, la capacité du système de *gouvernance* à effectivement contrôler *ex post* et à réduire l'utilité du dirigeant en cas de comportement déviant conduit à des conclusions identiques (*cf.* Shleifer et Vishny, 1997 ; Zwiebel 1996).

[131] Il décide de l'exercice ou pas des options réelles qu'il détient. Dans ce dernier cas, il décide de reporter dans le temps la décision d'investir. C'est bien là l'expression d'une latitude décisionnelle.

[132] Il est donc dépendant des caractéristiques techniques des projets et de la marge discrétionnaire du dirigeant : plus la pression à la performance est forte, plus le niveau d'acceptation des projets est élevé. En d'autres termes, le critère de choix des investissements est endogène à la forme organisationnelle dans laquelle ils seront mis en œuvre.

2/ … dans un environnement fluctuant

Avec l'amélioration des conditions économiques d'exploitation, *ceteris paribus*, le nombre de projets entrepris par les dirigeants est censé augmenter. En effet, certains projets mis en suspens et encore présents dans le portefeuille d'options peuvent être exploités dans des conditions plus favorables[133]. Cela signifie que la valeur anticipée des options augmente non pas en raison d'une forme organisationnelle mieux adaptée mais en raison d'un niveau d'activité sur le marché plus important, lié aux décisions des partenaires (d'exploitation) sur lesquels un dirigeant en particulier n'a pas d'influence. En outre, la croissance économique ouvrant des débouchés conduit à créer plus de projets « tombés du ciel »[134]. Toutefois, cette position peut être critiquée au vue de celle soutenant l'endogénéité de l'investissement. L'incitation des dirigeants à investir avec l'anticipation et la réalisation d'une expansion peut être liée au critère de choix utilisé, c'est-à-dire à la forme organisationnelle. Autrement dit, les inventions techniques ou organisationnelles peuvent être internalisées ou pas, selon les décisions des partenaires de la firme, la forme des systèmes d'incitation et de contrôle. Ces facteurs sont totalement absents dans la modélisation proposée par Berkovitch et Narayanan (1993).

Avec la dégradation des conditions d'exploitation, *ceteris paribus*, le nombre de projets entrepris par les dirigeants diminue et le nombre de projets reportés dans un portefeuille d'options est supposé s'accroître. Si l'activité économique continue de se réduire, un projet inclus dans le portefeuille ne sera pas entrepris car ses flux de

---

[133] Berkovitch et Narayanan soutiennent que pour un niveau donné d'activité, le nombre d'idées développées en phase d'expansion économique et leur valeur totale sont plus importants que durant les phases de récession économique. Il faut comprendre par « idées développées » que les projets ont déjà été élaborés et évalués (paramètre μ) au niveau organisationnel.

[134] Cette expression provient de Schumpeter (1939), qui propose de relier les phases de croissance économique à la mise en œuvre de nombreux projets issus de l'exploitation d'une nouvelle technologie de production. Il relie aussi les crises économiques au fait que les entrepreneurs ne possèdent plus de projets viables sur l'utilisation de la technologie du cycle antérieur.

Shleifer et Vishny (1992) soutiennent qu'une partie des actifs des entreprises les moins efficientes sont proposés à la vente sur le marché secondaire au profit des entreprises les plus efficientes durant les périodes de récession lors des liquidations, constituant des opportunités d'investissement. Ils soutiennent aussi que l'indisponibilité de flux de trésorerie durant ces périodes limite fortement les transactions. Le dirigeant poursuivant un objectif de construction d'empires pourrait suivre une stratégie de sous-investissement et de financement par fonds propres afin d'avoir la possibilité d'acquérir les actifs des firmes les moins efficientes au plus fort de la crise.

liquidités potentiels à présent seront moindres que ceux qui ont été anticipés antérieurement ; pour une forme organisationnelle identique. Par exemple, la chute des prix durant les récessions peut accentuer la baisse des flux de liquidités d'exploitation et rendre peu intéressant le projet[135]. Ces flux seront toujours inférieurs au seuil de rentabilité nécessaire à leur mise en œuvre tant que l'activité sur le marché des biens et service n'aura pas renoué avec la croissance (pour une architecture constante). Un projet non sélectionné lors de son apparition à la date t, caractérisé par des conditions d'exploitation, ne sera pas exploité tant que les conditions économiques se dégraderont.

* * *

* *

*

En conclusion, « si les opportunités d'investissement dans une économie sont corrélées, il devrait y avoir un rapport entre le taux de croissance des firmes individuelles et le taux de croissance de l'économie », suggérant que les fluctuations macro-économique peuvent jouer un rôle dans les décisions de financement (Demirgüç-Kunt et Maksimovic, 1998, p. 2110)[136]. Les déterminants supposés influencés l'investissement d'un nombre suffisamment important d'entreprises sont de nature macro-économique (niveau d'activité) et institutionnelle (innovations organisationnelles). Selon Zwiebel (1996), si un marché prospère est un indicateur de la présence d'opportunités de croissance pour un dirigeant, un choc macro-économique suffisamment puissant devraient inciter les dirigeants à adapter leurs stratégies financières. Pour Lubatkin et Chatterjee (1991, p. 252)[137], « Durant les périodes de dépression, les entreprises peuvent faire face à des opportunités de croissance réduites et des revenus incertains ». La compréhension du mode de sélection des projets durant le

[135] Cependant, si la connaissance acquise par les managers entre temps permet de mieux adapter la forme organisationnelle à l'environnement, la valeur du projet augmentera et il pourra être entrepris même dans une conjoncture morose.

[136] *"If investment opportunities in an economy are correlated, there should be a relationship between the growth rate of individual firms and the growth rate of the economy. Thus the aggregate growth rate may serve as a control variable … [in cross-country comparisons] of firm financing choices and their growth rates."*

[137] *"During bear markets, companies may face some combination of reduced growth opportunities and uncertain return".*

déroulement des cycles économiques, dans les entreprises caractérisées par la séparation des fonctions de direction et de propriété, permet d'étayer la proposition suivant laquelle les fluctuations de l'activité macro-économique sont susceptibles d'appréhender les variations de valeur du portefeuille d'options d'investissement. Néanmoins, un certain flou persiste sur la manière dont les projets d'investissement sont élaborés dans l'organisation et sur les frictions dans leur mise en œuvre.

L'objet de cette recherche, poursuivi dans ce chapitre, est de proposer une explication des comportements de financement des entreprises selon les fluctuations économiques. Sous l'éclairage des théories contractuelles, la démarche suivie consiste à s'appuyer sur l'actualisation de l'évaluation des actifs des entreprises et les réactions supposées de l'architecture organisationnelle selon la succession des phases des cycles d'affaires, afin de minimiser les coûts contractuels. Les conclusions sont de deux ordres. D'une part, les théories financières s'appuient sur la condition d'une relation positive entre la valeur de l'ensemble des opportunités d'investissement et les conditions d'exploitation macro-économiques en supposant l'indépendance entre les déterminants spécifiques et environnementaux de la valeur. D'autre part, les théories contractuelles récentes suggèrent des interactions entre les fluctuations économiques et les systèmes composant une architecture organisationnelle, incitant à proposer de nouvelles pistes pour expliquer la politique de financement.

Dans un schéma traditionnel d'analyse, la croissance économique affecte positivement les flux de liquidités d'exploitation des projets d'investissement des entreprises et négativement les taux de rentabilité requis par leurs partenaires financiers permettant d'évaluer leurs actifs, en raison d'un effet de levier d'exploitation lié à l'existence de rémunérations contractuellement fixes des facteurs de production. L'expansion économique contribue à augmenter les débouchés de production des entreprises et à réduire leur risque d'exploitation. Les projets sont plus nombreux et les entreprises consacrent une attention particulière à l'investissement dans ce contexte favorable. À l'inverse, la récession économique conduit à réduire le niveau de flux de liquidités issus de l'exploitation et à en augmenter le risque. Cette phase du cycle est aussi caractérisée par de faibles dépenses d'investissement des entreprises. Les valeurs des projets d'investissement des entreprises sont supposées corrélées entre elles car une

partie de la rentabilité économique des actifs est obtenue grâce à la réalisation d'un certain niveau d'activité sur le marché des biens et services ou que les fluctuations économiques affectent indistinctement toutes les entreprises.

Or, les théories contractuelles récentes suggèrent que les inventions technologiques et organisationnelles ou l'apprentissage organisationnel modifient la quantité de connaissance disponible dans les entreprises et, par extension, l'ensemble des opportunités d'investissement, conjointement à l'environnement économique. En outre, la capacité à innover et à apprendre d'une entreprise est produite par la forme organisationnelle actuelle en dehors de tout apport extérieur. Cette approche impose plusieurs restrictions sur l'hypothèse selon laquelle la valeur des options d'investissement et les dépenses d'investissement des entreprises sont plus importantes en périodes d'expansion économique. En effet, les projets peuvent être filtrés par le système d'incitation et de contrôle, qui devrait s'adapter, selon Brickley *et al.* (1998) par exemple, en même temps que l'ensemble d'opportunités.

En cherchant à lever l'hypothèse d'indépendance entre les déterminants spécifiques et non spécifiques de la valeur des actifs, la proposition selon laquelle l'investissement croît en période d'expansion semble être probablement de nature plastique. Par exemple, l'investissement peut ne pas augmenter en période d'expansion si les partenaires considèrent que l'architecture organisationnelle ne sera pas adaptée au contexte économique anticipé ou, inversement, que certains investissements peuvent être mis en œuvre durant les phases de récession économique s'ils contribuent à adapter l'entreprise à son environnement économique. Moussu (2000) souligne que la nature des contrats qu'une firme passe avec ses parties prenantes est un élément déterminant de la formation des opportunités d'investissement. Ces dernières émergent du fonctionnement même de l'organisation en tant que système d'allocation des droits décisionnels, puis de systèmes d'incitation et de contrôle du comportement des individus. Selon cet auteur, l'architecture organisationnelle (à laquelle participe la politique financière) contribue à la formation des contrats implicites (conception des projets pouvant être idéalement conçus) et les modalités de financement définissent les projets effectivement mis en œuvre. En particulier, les investissements immatériels sont considérés comme endogènes à la forme organisationnelle, dans la mesure où leur valeur dans l'entreprise semble relativement sensible aux règles du jeu organisationnel.

Chaque entreprise est incitée à mettre en œuvre les inventions techniques et organisationnelles lui permettant de détenir un avantage concurrentiel et contribuer à sa survie. Néanmoins, les chocs macro-économiques doivent être compatibles avec les systèmes de contrôle pour qu'une innovation soit introduite dans les entreprises. En d'autres termes, les systèmes de contrôle sont censés assurer que la mise en œuvre d'une innovation ne s'effectue pas aux dépens d'un groupe de partenaires.

Au total, le détour par l'évaluation des actifs durant le cycle est nécessaire dans la mesure où ils constituent la pierre angulaire des mécanismes organisationnels, notamment ceux fondés sur l'utilisation des actifs financiers. Dès lors, dans quel sens les conditions contextuelles d'exploitation des entreprises influent-elles sur leurs comportements de financement observés ? Les modélisations proposées dans les sections du chapitre suivant s'inscrivent dans une approche considérant une association strictement positive entre croissance économique et valeur de l'ensemble d'opportunités d'investissement (positive sur des dimensions liées aux flux de liquidités et négative quant à leur risque d'exploitation). Cependant, l'originalité de ce travail de recherche[138] est de tenir compte de l'évolution de l'architecture organisationnelle durant le cycle d'affaires, notamment en modélisant les choix de financement en fonction de la marge discrétionnaire et des systèmes de contrôle selon l'état de la conjoncture économique.

[138] Des travaux en stratégie (Simerly et Li, 2000) ont déjà utilisé cet angle d'attaque.

Chapitre 2 : Fluctuations économiques, coût des sources de financement et politique de financement

À l'intersection des champs théoriques de la finance et de l'approche contractuelle des organisations, cette recherche consiste à comprendre les interactions entre les mécanismes organisationnels et les fluctuations économiques, conduisant à l'établissement des structures de financement observées des entreprises[139]. L'hypothèse fédératrice de la théorie positive de l'agence est que les individus recherchant leurs propres intérêts agissent, parfois spontanément, de manière à minimiser les coûts de fonctionnement de l'organisation afin d'en assurer la survie. Leurs actions peuvent porter sur la politique de financement de la firme. La théorie financière suppose que la valeur d'une firme dépend de sa politique de financement et des coûts des relations entre ses partenaires (outre les économies d'impôts liées à la dette financière). L'Équation n° 9 traduit le schéma de Jensen et Meckling (1976), en considérant comme point de départ de l'hypothèse (H) d'une entreprise financée à 100 % par fonds propres détenus par un propriétaire unique[140].

Équation n° 9 :
Valeur actuelle de l'entreprise =
+ valeur actuelle de sa performance économique (sous H)
+ économie d'impôt liée à son endettement
- valeur actuelle des coûts d'agence liés à l'utilisation de contrats de dettes
- valeur actuelle des coûts d'agence liés à l'utilisation de fonds propres

La problématique de la thèse consiste à étudier la sensibilité de ces deux dernières composantes aux fluctuations économiques. Il s'agit de réfléchir, premièrement, à la manière dont les partenaires peuvent adapter la structure de financement afin de maximiser la valeur de leur coopération, et secondement, à la manière dont les dirigeants peuvent présenter leurs choix de financement au marché financier sous une forme adaptée à leurs objectifs. En d'autres termes, il s'agit de

[139] C'est-à-dire les choix de financement effectués par les dirigeants et ceux des partenaires financiers satisfaisant leurs besoins de financement au niveau local ou micro.

[140] Ce schéma conduit à considérer que les conséquences des problèmes d'agence sont comptabilisés dans les deux dernières rubriques. Cependant, la littérature récente, en tenant une position où les projets d'investissement sont endogènes, c'est-à-dire liée à la forme actuelle de l'architecture organisationnelle, suppose que les conflits peuvent agir directement sur le niveau de performance économique.

comprendre, d'une part, les incitations des dirigeants à émettre tel ou tel actif financier en fonction du contexte économique, d'autre part, les intérêts des partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement que les premiers ont exprimés.

Les sections de ce chapitre s'articulent selon quatre relations d'agences susceptibles d'expliquer le comportement de financement des entreprises en distinguant les deux perspectives théoriques retenues. Les deux premières sections, qui présentent le point de vue des actionnaires actuels des entreprises, sont limitées par le statut explicatif accordé au dirigeant d'entreprise. Cette limite peut être dépassée par l'introduction de ce dernier lors des modélisations proposées dans les deux dernières sections. Cependant, seules les trois premières relations, a, b et c ci-dessous, considèrent que la politique de financement des entreprises est appréhendée dans une perspective selon laquelle les choix de titres de financement à émettre résultent des mécanismes mis en place par les actionnaires et les créanciers et visant à minimiser les coûts d'agence. Alors que, pour la relation d, la politique de financement des entreprises est appréhendée dans une perspective selon laquelle le choix d'émettre tel ou tel actif de financement résulte des décisions autonomes des dirigeants, allant éventuellement à l'encontre de l'intérêt de ses partenaires.

a. Minimisation des conflits entre actionnaires existants et actionnaires potentiels à propos de la valeur des actifs existants des entreprises :

Dans une architecture organisationnelle caractérisée par la séparation des fonctions de direction et de propriété, les actionnaires peuvent s'avérer incapables en raison de l'incomplétude contractuelle de discerner la qualité des titres proposés en échange de fonds lors d'appels à l'épargne public des entreprises. L'information privée nécessaire à l'évaluation du portefeuille d'actifs de l'émetteur peut ne pas être révélée d'une manière crédible au marché. Dès lors, « les mauvais titres chassent les bons ». La stratégie des investisseurs – actionnaires potentiels – est supposée protéger leurs intérêts d'une mauvaise sélection des titres offerts. La stratégie des dirigeants est supposée maximiser la valeur de la firme, sous-entendu, la valeur des actions détenues par les actionnaires existants en minimisant les coûts contractuels de financement. Dans la modélisation proposée, l'existence d'un conflit potentiel entre les catégories d'actionnaires provient de cette différence d'objectifs. Cependant, Choe, Masulis et

Nanda (1993) suggèrent que les conséquences de ce conflit d'intérêts sont moindres durant les phases de croissance du cycle d'affaires. Si l'influence de l'asymétrie d'information sur le coût de sélection adverse lors de financements externes est une fonction décroissante du niveau de l'activité économique, les entreprises devraient recourir plus souvent à des financements par fonds propres externes sur le marché boursier durant ces périodes.

b. Minimisation des conflits entre actionnaires et créanciers à propos du risque d'exploitation des actifs de l'entreprise :

Krainer (1992) suggère, à partir d'un éclairage sur les conflits d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires, une explication complémentaire de la politique de financement des entreprises fondée sur la relation entre les conditions macro-économique et le risque d'exploitation. Selon lui, les investissements des firmes ratifiés par les actionnaires sont supposés conduire à des transferts de richesse des créanciers en leur faveur car, en présumant l'hypothèse de rendements décroissants pour les actifs des entreprises, le risque économique d'un (des) projet(s) est proportionnel au montant investi. Les entreprises sont censées compenser le surcroît de risque économique lié aux investissements plus importants durant les périodes de croissance économique par des variations opposées du risque de faillite en réduisant l'endettement. Un dosage particulier des sources de financement permet de réduire le coût des conflits d'agence entre les créanciers et les actionnaires dans le modèle.

Ces deux approches sont caractérisées par une équipe de direction agissant parfaitement dans l'intérêt des actionnaires. Toutefois, le relâchement de cette hypothèse comportementale concernant les dirigeants peut s'effectuer en reconsidérant la maîtrise des décisions de financement des entreprises.

c. Minimisation des conflits entre les partenaires financiers et les entreprises à propos de la qualité des opportunités d'investissement :

L'originalité des travaux de Berkovitch et Narayanan (1993) repose sur la substitution d'une asymétrie informationnelle entre les entreprises et le marché financier sur la qualité de leurs projets d'investissement à celle relative aux actifs en place. La

qualité intrinsèque d'un projet correspond à la rentabilité des actifs liée aux ressources exclusivement détenues par l'équipe dirigeante, plus précisément indépendantes d'un facteur représentant l'économie. Ces auteurs supposent que, si de meilleures conditions économiques accroissent les profits anticipés des projets, l'anticipation d'une phase de croissance économique par les dirigeants les incitent à mettre en œuvre des projets dont la qualité intrinsèque est inférieure à celle des investissements antérieurement réalisés (en période de récession). Ce comportement, à l'origine de conflits d'intérêts entre les entreprises et leurs partenaires financiers, peut être signalé par la politique de financement. Les partenaires financiers sont supposés proposer aux entreprises, et les contraindre à accepter, des contrats de financement qui signalent de manière univoque la qualité de leurs projets. En d'autres termes, les auteurs montrent que celles-ci ont intérêt à adapter leur structure de financement à la qualité des projets détenus. La liaison entre la politique de financement des entreprises et les conditions économiques est due principalement à l'imperfection des marchés financiers (et notamment la recherche de rente sur le marché du crédit) et le comportement d'investissement des entreprises.

d. Minimisation des conflits entre actionnaires et dirigeants à propos des choix de financement des entreprises.

Si les choix périodiques de financement des entreprises résultent des arbitrages réalisés par le dirigeant pour résoudre les conflits sur la taille de l'espace discrétionnaire qui l'opposent aux actionnaires, il pourrait être sensible à la conjoncture économique dans la mesure où cet espace dépend en partie des conditions d'exploitation, au-delà de la *gouvernance*. D'abord directement, les phases de croissance du cycle d'affaires sont censées influer favorablement sur l'espace discrétionnaire si les flux disponibles en interne sont plus importants et les possibilités d'investissement plus nombreuses durant l'expansion. Ensuite, le choix de financement du dirigeant peut se faire selon des critères personnels qui dépendent du cycle d'affaires, tels que l'accessibilité à une source particulière selon l'état de la conjoncture économique, l'intérêt de recourir à celle-ci (tel que la substitution des contraintes) et la force de la discipline exercée par les pourvoyeurs de fonds. Enfin, l'évolution de l'environnement économique peut affecter le risque supporté par le dirigeant, sujet de discorde entre lui et les actionnaires. Le modèle proposé suppose que la recherche de la latitude discrétionnaire devrait inciter le dirigeant à choisir les financements qui maximiseront à l'avenir des possibilités de

négocier de nouveaux contrats. Il devrait aussi éviter ceux qui accroissent la contrainte disciplinaire exercée par les différentes parties et favoriser ceux qui réduisent la contrainte selon le contexte économique anticipé. D'un coté, le dirigeant pourrait être tenté de rembourser les emprunts antérieurement contractés avec l'excédent de trésorerie d'exploitation disponible avec la réalisation de la croissance économique. De l'autre, il pourrait profiter d'une relative facilité d'accès aux emprunts pour réorganiser la discipline des mécanismes financiers organisationnels dans le futur selon l'état anticipé de la conjoncture économique.

Chacune de ces quatre modélisations propose plusieurs hypothèses testables concernant la politique de financement des entreprises selon le contexte économique. La construction de ces hypothèses est présentée en conclusion des quatre sections à venir.

Section 1 : Fluctuations économiques, coût de sélection adverse et décisions de financement

La revue de la littérature permet de mettre en évidence trois paramètres dont dépend le coût de sélection adverse : premièrement, il dépend du niveau d'asymétrie informationnelle entre dirigeants et investisseurs et deuxièmement du rapport de leurs évaluations des actifs de la firme[141]. Troisièmement et plus dans le détail, le coût de sélection adverse peut dépendre des contextes boursier et économique (λ, θ) dans lesquels ont lieu les transactions de financement.

- L'étude des mouvements des quantités sur un marché boursier est un moyen approprié pour déceler les effets de la sélection adverse entre acheteurs et vendeurs tant sur le plan théorique qu'empirique.
  - Lorsque le coût de sélection adverse est faible, les dirigeants sont plus favorables aux augmentations de capital durant la réalisation d'une phase ascendante de l'indice de marché et lorsque la réceptivité des investisseurs aux nouvelles émissions d'actions est plus importante. Pour parvenir à cette hypothèse, Lucas et McDonald (1990, p. 1021) considèrent « une période dans laquelle un nombre de firmes supérieur à la moyenne possèdent des informations privées selon lesquelles elles sont sous-évaluées. ». Ce postulat met en avant la proposition que les fluctuations de l'activité d'émissions de titres sur le compartiment primaire du marché boursier peuvent s'expliquer par les variations agrégées au cours du temps de la valeur des actifs des entreprises, c'est-à-dire par la rentabilité des titres sur le marché secondaire.
  - Il reste néanmoins une interrogation forte sur le plan empirique. Il semble délicat de prendre la réaction des cours à l'annonce d'une émission pour mesurer la présence de sélection adverse comme le font les études américaines. En effet, l'impact de l'annonce d'une émission d'actions en France n'a pas été clairement établi. D'après l'étude de Hamon et Jacquillat

[141] Dans une situation d'information et de rationalité parfaites des agents, le risque d'une mauvaise sélection d'un vendeur par un acheteur n'existe pas. L'objet de cette section est l'étude du coût informationnel de financement indépendamment des révélations d'informations spécifiques, cette composante étant supposée stable au cours du temps.

(1992), le marché français ne connaît pas de réactions à l'annonce des opérations d'augmentation de capital par émissions d'actions nouvelles. Hachette (1994) trouve une réaction positive technique à la date de la réalisation de cette opération, mais aucune réaction à la date d'annonce. Ginglinger et Gajewski (1994) notent que la divergence des réactions à l'annonce est liée aux modes d'émission choisis par les dirigeants. *In fine*, cette limite empirique peut être dépassée en raisonnant à partir des volumes d'émission d'actions.

- Berkovitch et Narayanan (1993), Choe, Masulis et Nanda (1993) suggèrent une association entre le placement de nouvelles actions sur le marché boursier et l'activité macro-économique.
  - En effet, les cycles économiques sont supposés influencer les fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier, en considérant les coûts des autres sources de financement indépendants du cycle économique et un coût de sélection adverse corrélé négativement à l'activité économique. Selon Choe *et al*. (1993), les réactions des investisseurs à l'annonce d'émissions d'actions sont moins défavorables lorsque les débouchés économiques futurs des entreprises sont importants, l'effet de sélection adverse sur le coût de financement externe étant moindre dans ces conditions d'exploitation.
  - Les propositions formulées en termes de sélection adverse sur les marchés financiers peuvent aussi expliquer les mouvements baissiers de l'activité d'émissions de titres sur le compartiment primaire. La récession économique en réduisant le niveau d'activité de la firme conduit à augmenter le risque d'exploitation en raison de l'effet de levier d'exploitation (lié à l'existence de charges contractuelles fixes). L'accroissement de la volatilité des cours induite conduit à augmenter le coût de sélection adverse, celui-ci étant dépendant de la distribution des cours. Au total, les effets de la sélection adverse sur le financement par fonds propres devraient être plus importants durant les récessions économiques et plus faibles durant l'expansion. Selon cette argumentation, le coût de sélection adverse est négativement corrélé avec l'activité économique tant durant la croissance économique que la récession.

Le problème soulevé dans cette section est l'influence des conditions macro-économique au moment de l'émission sur l'évaluation des entreprises par les investisseurs. L'anticipation de celle-ci par la direction de l'entreprise peut conditionner la décision de financement indépendamment d'une quelconque variation du niveau d'asymétrie informationnelle. Les travaux de Choe *et al.* (1993) constituent un apport fondamental de cette approche. Leur modèle permet d'intégrer dans l'analyse une nouvelle variable θ, l'état de l'économie, sur les effets de la sélection adverse sur les choix financiers (ces derniers, déjà présentés p. 43, sont brièvement rappelés dans la première sous-section). La deuxième sous-section présente cette introduction. Dans une troisième sous-section, la modélisation de la sensibilité du coût de sélection adverse aux fluctuations économiques permet de déduire l'influence des fluctuations macro-économiques sur les décisions de financement, en considérant ces dernières comme le résultat d'une négociation entre anciens et nouveaux actionnaires de l'émetteur.

A) Modèle simplifié de politique de financement en l'absence de cycle économique

La notation utilisée dans le premier chapitre (p. 43) est reprise. Soit P(i) la valeur d'une firme 'i' composée des actifs en place évalués à V(i) et d'un projet d'investissement dont les flux anticipés sont évalués à G. V(i) est une fonction croissante de la qualité de la gestion de l'entreprise, i $\subseteq$[0,1], plus i est élevé plus la qualité est bonne ; i est distribué suivant une fonction de densité f(i) et une fonction cumulée F(i). G est indépendant de la firme et de la réalisation de l'environnement. De plus G > I, le coût de l'investissement, quelle que soit l'activité économique, le taux de rentabilité est positif. Donc le projet n'est pas risqué sur le plan de l'exploitation car G et I sont certains. L'asymétrie d'information porte exclusivement sur la valeur des actifs en place V(i) – provenant du fait que seul le dirigeant connaît la qualité de la firme – et non sur G. Le prix d'émission des actions P_E est déterminé par les investisseurs comme la moyenne de la valeur des actions sur le marché. Il est égal à la valeur anticipée des actions des entreprises émettrices afin d'annuler le coût de sélection adverse. f(i) correspond aux pondérations dans la moyenne des valeurs V(i), c'est-à-dire à la

probabilité d'acquérir des actions d'une entreprise de qualité 'i'. Le prix moyen est fonction du nombre d'émetteurs potentiels.

Équation n° 10 $P_E = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} V(i) f(i) di + G = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} P\ \ (i) f(i) di$

Le dirigeant doit prendre la décision de financement suivante : quel titre émettre pour financer l'investissement ? Celui-ci peut décider d'émettre de la dette pour le montant de l'investissement. Les créanciers font supporter à la firme un coût de transaction, πX, indépendant de la firme et du niveau d'activité dans l'économie. Le dirigeant peut vendre une partie du capital, α, sur le marché financier, au prix P_E, tel que $\alpha.P_E = I$. Dans ce cas, la firme supporte un coût de sélection adverse. La valeur des actions existantes, S, de la firme 'i' dans les deux options de financement est représentée par les équations n° 11 et 12.

Équation n° 11 : $S = V(i) + G - I - \pi X$

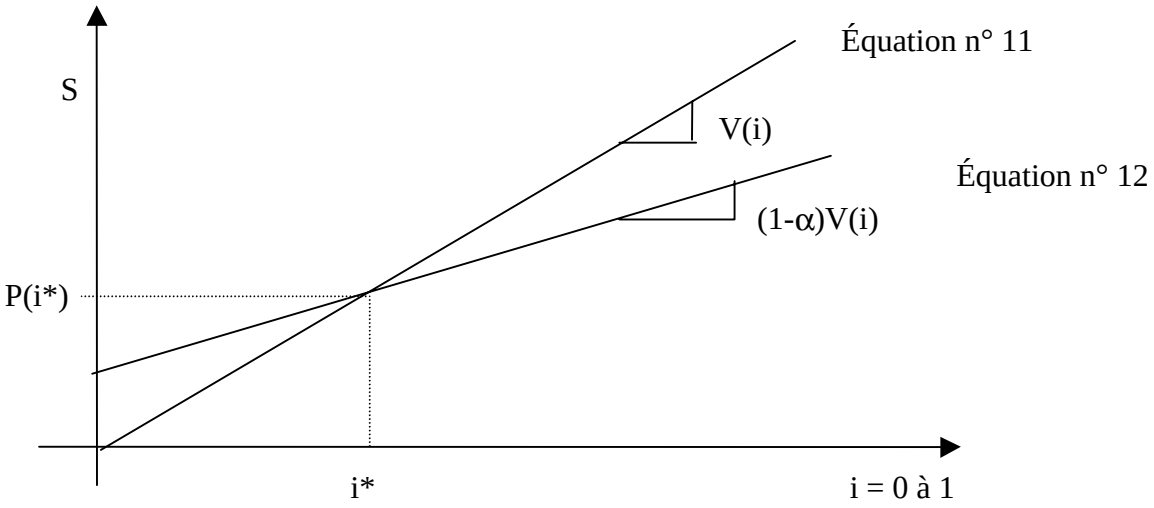
Équation n° 12 : $S = (1-\alpha) [V(i) + G]$

Le dirigeant effectue un arbitrage entre les coûts de financement dans l'intérêt des actionnaires passifs existants. Contrairement au modèle de Myers et Majluf (1984), la valeur du projet n'est pas perdue lorsque le mode financement par émission d'actions n'est pas choisi, puisque par définition $G-I-\pi X$ est toujours positif et que la firme peut financer ses projets par dettes. La firme d'équilibre 'i*' est indifférente à la source de financement lorsque la valeur S représentée par les équations n° 11 et 12 est identique. L'équation suivante est obtenue en arrangeant les termes P(i*) et α :

Équation n° 13 : $\frac{P(i^*)}{P_E}[I] = I + \pi X$;

Les termes de droite de l'Équation n° 13 représentent le coût de l'investissement financé par fonds empruntés, et ceux de gauche le coût de l'investissement financé par fonds propres. Deux remarques s'imposent. D'abord le membre de droite n'est pas fonction de la qualité de la firme. Ensuite, comme $P(i^*)>P_E$, le coût de l'investissement par financement externe, quelle que soit la forme retenue par le dirigeant, est supérieur au montant nécessaire à l'investissement en raison des imperfections informationnelles.

Le Graphique n° 5 permet de visualiser les prévisions issues du modèle. La valeur des actions S est maximisée en fonction des coûts de financement si le dirigeant émet des obligations lorsque i > i* ou s'il émet des actions lorsque i < i*. Ainsi, le marché prend connaissance avec l'annonce d'une émission d'actions que la valeur de la firme émettrice est inférieure à celle de l'entreprise, « d'équilibre » ou indifférente 'i*'. La décision d'émettre de la firme de qualité 'i' révèle la surévaluation de ses actifs. Le prix moyen P_E sur le marché s'ajuste à la baisse ; ce qui tend à accroître le coût de l'investissement après financement.



Graphique n° 5 : Valeur des actions et choix du mode de financement.

Le paragraphe suivant présente les travaux de Choe *et al.* (1993) visant à introduire dans leur modèle une variable représentant un environnement économique cyclique.

B) Le modèle en présence de cycle économique

Une composante A(θ) est ajoutée à la valeur de la firme V(i). θ est le niveau de la production industrielle du secteur de l'entreprise ; il est connu de l'ensemble des investisseurs. δA/δθ exprime la sensibilité de la valeur des actifs de l'entreprise aux conditions économiques d'exploitation des entreprises. De plus, la valeur des

opportunités de croissance G devient une fonction croissante des conditions d'exploitation macro-économique, G(θ). Les entreprises sont affectées identiquement par les fluctuations de l'activité économique, c'est-à-dire que A(θ) et G(θ) ne sont pas spécifiques à la qualité 'i' de la gestion des firmes. La politique de financement est déterminée par l'arbitrage qu'effectue le dirigeant entre le coût de financement par fonds propres et le coût de financement par dettes afin de maximiser la valeur du patrimoine des anciens actionnaires (S).

Le modèle s'écrit par :

Équation n° 14 : $S = V(i) + A(\theta) + G(\theta) - I - \pi X$;

Équation n° 15 : $S = (1-\alpha(\theta)) [V(i) + A(\theta) + G(\theta)]$

Où $\alpha(\theta) = I / P_E(\theta)$ est la fraction du capital devant être vendue afin de financer l'investissement I. $\alpha(\theta)$ n'est pas fonction de 'i' car elle est fixée par les entreprises correctement évaluées par le marché qui cherchent à limiter la dilution du capital et le nombre d'actions à émettre. En effet, les firmes sous-évaluées n'émettent pas d'actions dans l'intérêt de leurs actionnaires et les entreprises surévaluées ne peuvent émettre une quantité supérieure d'actions à celle de l'entreprise indifférente ou d'équilibre 'i*' sous peine de se signaler. Dans ce dernier cas, l'ajustement des cours à la baisse accroît le coût de financement et réduit l'intérêt de l'émission d'actions. Le prix d'émission des actions compte tenu de l'environnement économique, $P_E(\theta)$, est déterminé par les investisseurs comme la moyenne des actions sur le marché.

Équation n° 16 :

$$P_E(\theta) = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} V(i) f(i) di + A(\theta) + G = \frac{1}{F(i^*)} \int_{i=0}^{i=i^*} P\ (i,\theta) f(i) di$$

L'entreprise 'i*' est celle pour qui la valeur des actions anciennes S est identique quelle que soit la stratégie de financement. Elle est indifférente à la modalité de financement de l'investissement lorsque :

Équation n° 17 : $(1-\alpha(\theta)) [V(i^*) + A(\theta) + G(\theta)] = V(i^*) + A(\theta) + G(\theta) - I - \pi X$

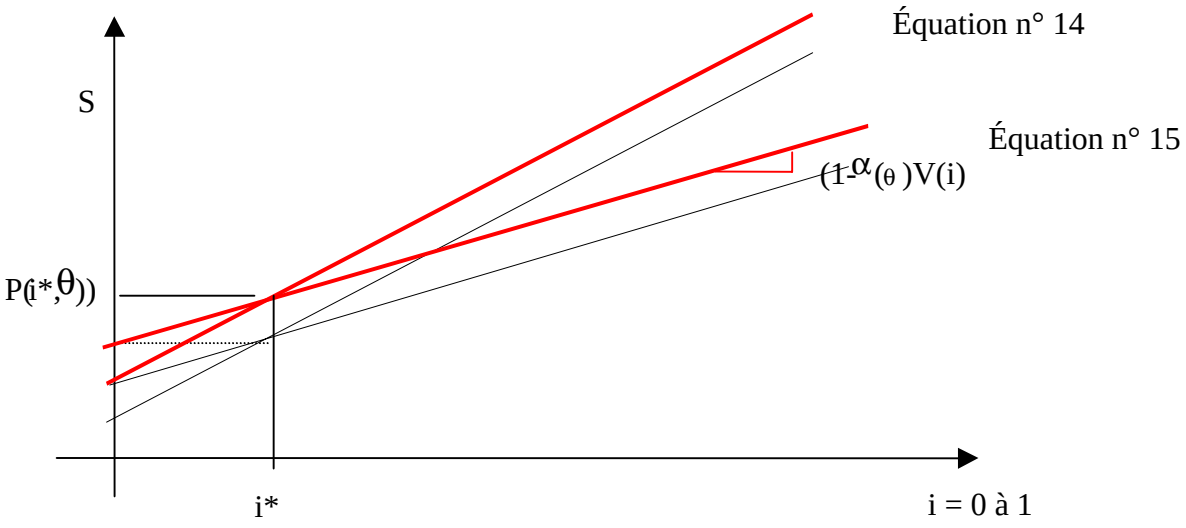
soit l'Équation n° 18 en réarrangeant les termes.

Équation n° 18 : $\frac{P\ (i^*,\theta)}{P_E(\theta)}[I] = I + \pi X$

Le membre de droite de l'Équation n° 18 ne dépend ni de θ, ni de i. Les prédictions du modèle avec fluctuations économiques sont identiques à celles du modèle précédent. Pour θ donné, les entreprises de bonne qualité (i>i*) préfèrent se financer par dettes, tandis que les entreprises de mauvaise qualité (i<i*) se financent en émettant des actions.

Sur le Graphique n° 6, l'introduction dans le modèle d'une composante de la valeur des entreprises déterminée par le niveau d'activité sur le marché des biens conduit à un déplacement des courbes vers le haut. Pour un même α constant, le niveau d'équilibre est toujours le même, 'i*', avec une valeur des actions plus élevée (A(θ)>0).

Graphique n° 6 : Activité économique, valeur des actions et choix mode de financement.



C) L'incidence des fluctuations économiques…

Le cycle économique est défini par la succession de phases de croissance et de récession de la production effective. Les variations positives et négatives de θ représente cette succession dans le modèle. L'intérêt de recourir à une modélisation de la réalité est de faciliter la compréhension de ce qui se réalise (§1) et la déduction des implications théoriques sur la politique de financement (§2).

1/ …identifiée à partir du fonctionnement du modèle…

Le rapport du cours de l'action de l'entreprise neutre 'i*' – c'est-à-dire le prix auquel sont prêts à émettre les entreprises – sur le prix d'émission – le cours moyen des actions des sociétés émettrices protégeant les investisseurs du risque de sélection adverse – représente le coût de sélection adverse. Soit $g(i^* ; \theta) = P(i^* ; \theta) / P_E(\theta)$ ce ratio.

Le ratio $g(i^* ; \theta)$ est supérieur à l'unité, ce qui suggère la présence d'un coût de sélection adverse. Il existe une prime de financement par rapport à une situation avec information parfaite. Le coût de sélection adverse est dépendant d'un paramètre spécifique à la firme et d'un paramètre non spécifique, tout en se présentant sous la forme d'une fonction de la valeur réelle et de la valeur de marché des actifs.

La dérivée $\delta g / \delta\theta$ est négative, ce qui implique qu'une amélioration des conditions économiques réduit le coût de sélection adverse. Pour 'i*' donné, le numérateur et le dénominateur varient du même montant $\Delta[A(\theta) + G(\theta)]$, *i.e.* la variation de valeur des actifs des entreprises engendrée par la variation du niveau de la production sectorielle. Mais le numérateur – la valeur de la firme neutre – étant plus élevé que le dénominateur – la valeur moyenne –, le ratio se réduit (tant que $P(i^* ; \theta)$ est

supérieur à $P_E(\theta)$)[142]. La qualité d'une entreprise quelconque 'i' est indépendante du cycle économique (θ), mais la qualité des firmes qui recourent aux émissions d'actions (pour lesquelles i est inférieure à i*) dépend du contexte économique.

La dérivée $\delta g / \delta i^*$ est positive, ce qui suggère que la dilution de la richesse des actionnaires existants augmente avec l'écart entre la qualité de la firme neutre et la qualité moyenne des émetteurs d'actions. Plus la qualité de la firme émettrice est bonne, plus son cours observé est sous-évalué par le marché, plus le coût de sélection adverse est important.

2/ …sur la politique de financement des entreprises.

En considérant que le coût de financement par dette est indépendant du contexte économique, l'Équation n° 18 traduit que le coût de l'investissement financé par dette, $I + \pi X$, n'est pas fonction de θ. Conséquemment, une firme de qualité 'i' juste supérieure à celle de l'entreprise neutre i*, qui finançait son investissement par fonds empruntés avant la croissance économique, préfère se financer par fonds propres après la réalisation d'une phase d'expansion du cycle économique ; car la valeur des titres est supérieure dans le cas d'une émission d'actions comparativement à l'endettement. Qui plus est, 'i*' s'accroît lorsque $\Delta\theta > 0$ afin de rétablir l'équilibre de l'Équation n° 18. Dans le Graphique n° 7, l'amélioration des conditions économiques entraîne qu'un nombre plus important de firmes ont intérêt à émettre des actions (déplacement de 'i*' vers la droite). Autrement dit, la proportion des firmes qui choisissent un financement par actions augmente avec la croissance économique en raison d'une réduction du coût de sélection adverse. La réalisation d'une expansion économique conduit à ce que, sur le marché, la qualité de l'entreprise indifférente à la nature du financement soit plus élevée.

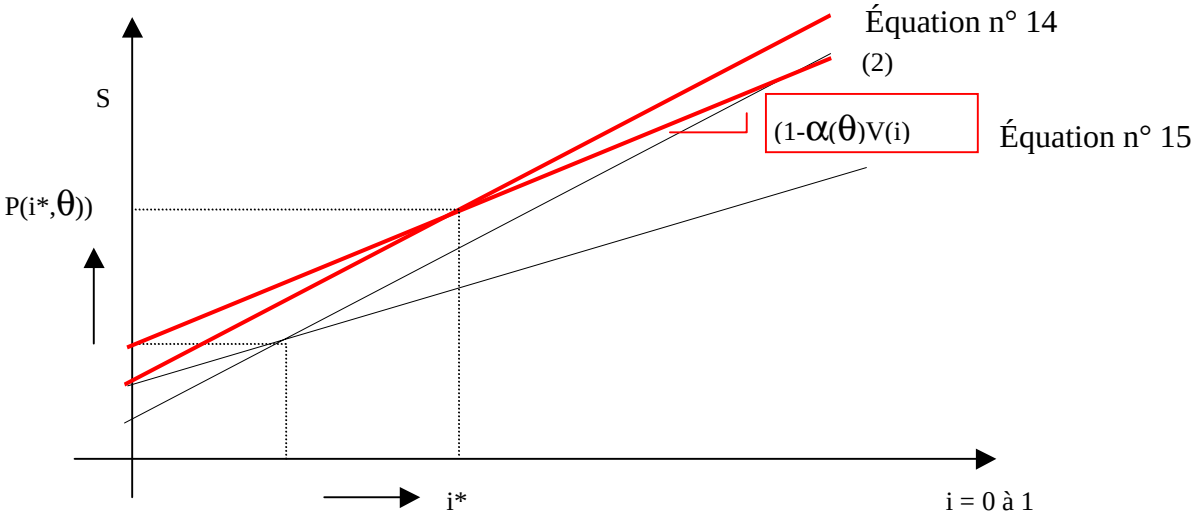
[142] Les fluctuations économiques devraient avoir peu d'influence sur les décisions financières après les révélations d'informations spécifiques à la firme car le g est faible. Les $\Delta\theta$ entraînent Δi^* lorsque l'asymétrie d'information est forte.

Visuellement sur le Graphique n° 7, la pente de l'Équation n° 15 se modifie. Comme $\alpha(\theta) = I / P_E(\theta)$, pour I donné, la pente $(1-\alpha(\theta))$ varie dans le sens de θ. En effet, la fraction du capital à vendre est une fonction négative du prix de vente, lequel est une fonction positive du niveau d'activité économique - i.e. $\delta P_E(\theta)/\delta\theta = \delta[A(\theta) + G(\theta)] /\delta\theta > 0$.

Dans le modèle, les propositions suivantes sont équivalentes :

- la qualité des émetteurs présents sur le marché s'améliore avec la croissance économique ;
- le nombre d'émetteurs d'actions augmente avec la croissance économique ;
- le coût de la sélection adverse est plus faible durant les phases de croissance économique.

Graphique n° 7 : Fluctuations macro-économiques, valeur des titres et mode de financement.



Le modèle permet d'analyser les effets de la récession économique sur le coût de sélection adverse. Selon Schwert (1989), la volatilité des taux de rentabilité des actions est associée aux variables économiques ; elle s'accroît durant les récessions. Pour Fama (1990 a), les effets de la récession économique proviennent d'un accroissement du risque d'exploitation en raison des charges fixes contractuelles des entreprises. En raison des effets de levier d'exploitation et de levier financier, la volatilité du marché boursier s'accroît avec la réduction de l'activité macro-économique. Dès lors,

$\delta P_E(\theta)/\delta\sigma < 0$ [143], où σ est l'écart type de la distribution de i, estimé par l'écart type des taux de rentabilité des actions – l'accroissement de l'incertitude sur la valeur des actifs conduit à accorder plus de poids à des valeurs inférieures des firmes. En d'autres termes, le prix moyen offert par les investisseurs diminue quand la variabilité des valeurs des entreprises augmente dans le modèle, et inversement. Les variations du risque aboutissent à des conséquences inversées par rapport aux variations de l'activité dans le modèle, à savoir une variation des prix d'émission sans que le degré d'asymétrie d'information évolue.

La première proposition du modèle est que la croissance économique réduit, en valorisant les entreprises et en limitant le risque d'exploitation, le coût de la sélection adverse indépendamment de l'asymétrie d'information. La seconde proposition est que la baisse du coût de sélection adverse conduit les dirigeants à favoriser un financement par fonds propres tant au niveau micro que macro, durant la réalisation d'une phase de croissance économique. Les fluctuations de l'activité d'émissions d'actions nouvelles sur le marché boursier sont associées à celle de l'activité sur les marchés des biens et services.

Différentes remarques techniques sont susceptibles de survenir.

- Le coût d'agence de la dette est constant. Il ne dépend ni de la qualité de la firme 'i', ni de l'activité économique θ. Toutefois d'après Berkovitch et Narayanan (1993), le coût d'agence de la dette, représenté ici par le coût de substitution d'actifs πX, peut être une fonction croissante des conditions économiques. En considérant que $\delta\pi / \delta\theta > 0$, alors le mode de financement optimal dépend de la sensibilité des coûts d'agence de la dette et des fonds propres aux fluctuations économiques (*cf.* Équation n° 9).
- Le rôle des dirigeants est faible puisque leur comportement correspond à l'hypothèse de maximisation du patrimoine des actionnaires existants.
- Les auteurs supposent que l'état de l'économie est une information publique. Il n'en reste pas moins que l'influence de l'environnement économique sur les actifs est difficile à estimer pour les partenaires extérieurs. En considérant

[143] Hypothèse retenue par Lucas et McDonald (1990), Dierkens (1991), Korajczyk *et al.* (1991, 1992), …

que le coût de l'asymétrie d'information sur A(θ) est lié à la valeur de l'entreprise donc à l'activité macro-économique, le coût de sélection adverse pour l'entreprise peut être croissant durant les périodes d'expansion.

- Enfin, certaines hypothèses du modèle sont parfois peu réalistes. Ainsi, les partenaires sont supposés ne pouvoir connaître la qualité intrinsèque de l'entreprise, mais parviennent à estimer sans erreur sa sensibilité à la conjoncture économique et la valeur de ses projets d'investissement.

* * *

* *

*

Le modèle présenté dans cette section, tout en éclairant sensiblement la compréhension des choix financiers selon le contexte économique tant au niveau micro que macro, présente plusieurs limites théoriques. **Selon ses prédictions, l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier s'accroît avec le rythme de la croissance économique en raison d'un coût de la sélection adverse plus faible qu'en période de récession économique (H1). La réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions est moins défavorable (plus favorable si elle est positive) à l'émetteur lorsque les débouchés économiques sont importants car le coût de sélection est plus faible (H2).**

La première critique reste dans le paradigme des théories de l'asymétrie d'information, alors que la seconde porte sur le statut de l'économie en tant que variable explicative. Enfin, l'apport de cette recherche est positionnée par rapport aux travaux présentés dans cette section.

Bayless et Chaplinsky (1996) proposent une explication des concentrations d'émissions d'actions compatible avec une variation du niveau d'asymétrie informationnelle à moyen terme. Ils suggèrent que le degré d'asymétrie puisse se réduire lorsque le marché et les dirigeants sont appelés à traiter des informations similaires, diminuant ainsi le coût de sélection adverse subi à l'annonce d'émission

d'actions. Selon eux (p. 257)[144], une partie de la valeur de l'entreprise est fonction directement du niveau d'activité sur le marché des biens et services, qui est une information publique. Lorsque celle-ci est importante (forte croissance économique), les conséquences de l'asymétrie informationnelle sont faibles, car une part importante de la valeur s'explique par une information publique (le niveau d'activité sur le marché des biens et services et ses indicateurs avancés). Par contre, en période de récession, cette partie de valeur liée à l'économie est faible eu égard à la valeur totale de l'entreprise ; pour les investisseurs, le déficit d'information sur cette dernière serait plus important. Ils concluent en avançant que « en période difficile, les investisseurs seraient plus regardants sur les informations spécifiques ».

L'étude de Bayless et Chaplinsky (1996) portant sur l'effet du volume de transactions (« la chaleur ») sur le marché primaire sur la réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions permet d'élargir le débat. Ils supposent une autonomie des fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier. Dans ce cas, **la réaction des cours à l'annonce est négativement corrélée à la chaleur du marché si celle-ci appréhende la réceptivité du marché des nouvelles émissions d'actions, indépendamment du niveau d'activité macro-économique (H3).** La nature de la concentration de l'activité est un autre point de divergence entre les analyses de Choe *et al.* (1993) et celles de Bayless et Chaplinsky (1996). Pour les premiers, c'est le nombre d'émetteur qui augmente. Pour les seconds, la fenêtre d'opportunité concerne l'ensemble des entreprises ; le coût est plus faible pour toutes les entreprises. La réaction des investisseurs aux annonces d'augmentation de capital devrait être indépendante des caractéristiques des émetteurs si les concentrations sont autonomes ; c'est-à-dire au niveau macro et non plus de l'émetteur.

Le modèle de Choe *et al.* (1993) est construit sur un champ théorique dans lequel les principaux travaux retiennent implicitement l'hypothèse d'une indépendance, au moins à court terme, entre le développement économique de la nation et son cadre institutionnel. Le débat peut être porté sur le statut de la conjoncture économique comme une variable exogène et indépendante des autres explications.

[144] La citation originale page 257 est "*periods of relative information symmetry could occur when events known by both managers and investors dominates firm value*."

D'abord, les indices boursiers sont souvent considérés comme des indicateurs avancés de la santé macro-économique de la nation lorsque le marché financier est le lieu de formation des anticipations rationnelles des investisseurs. Enfin, l'efficacité des systèmes juridiques et financiers qui constituent l'environnement des contrats et l'ensemble des opportunités auxquels peuvent prétendre les agents économiques, peuvent fortement influer sur le niveau d'activité économique et la résistance aux aléas exogènes. Les déterminants des décisions de financement identifiés par la théorie contractuelle pourraient être liés plus à l'évolution des institutions qu'aux fluctuations macro-économiques. Cependant, la première semble plus stable à court terme que les secondes. De surcroît, l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier, pourrait, dans ces conditions, être autonome par rapport à certains déterminants identifiés au niveau local (la conjoncture).

Qui plus est, la réflexion au niveau macro sur la sélection adverse devrait être valide au niveau micro. **Comparativement aux périodes de récession économique, les structures de financement des entreprises incorporent une proportion plus élevée de fonds propres externes en raison d'un coût de sélection adverse moindre durant les périodes de croissance économique forte – appréhendé à partir du niveau observé d'activité sur le marché primaire des titres (H4)**.

L'idée soutenue dans la thèse, développée dans la section 4, est que les dirigeants sont capables d'arbitrer personnellement entre les sources de financement. En particulier, ils peuvent utiliser l'information sur le niveau d'activité du marché primaire pour appréhender la facilité avec laquelle ils peuvent émettre du papier, non exclusivement en raison d'un coût de sélection adverse plus faible pour les actionnaires existants, mais aussi d'une marge discrétionnaire plus importante. Cependant, sans relâcher pour le moment l'hypothèse que les partenaires contrôlent les choix des dirigeants, d'autres relations d'agences sont susceptibles d'expliquer les décisions de financement.

Section 2 : Fluctuations économiques, conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers et décisions de financement

Les travaux de Krainer[145] suggèrent, à partir d'un éclairage sur les conflits d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires, une perspective complémentaire de la problématique du financement des entreprises en fonction des conditions d'exploitation. L'intérêt de son modèle est de permettre d'articuler la finance organisationnelle à la macro-économie en deux étapes. En premier lieu, le contexte économique semble influer principalement sur les taux de rentabilité requis par les investisseurs sur le marché financier et les taux de rentabilité offerts par les entreprises à partir de leur activité sur les marchés des biens et services.

- Sur un marché financier efficient, les valeurs de marché des titres reflètent les anticipations des agents économiques et constituent des signaux fiables pour leurs décisions d'allocation des ressources à partir de l'ensemble des informations disponibles. La réalisation d'événements non prévisibles peut conduire les individus à arbitrer entre la rentabilité et le risque des titres financiers, dont résultent les fluctuations des cours. Selon l'auteur, l'évolution des cours des titres sur le marché financier constitue un signal envoyé aux dirigeants par les partenaires financiers en fonction de leur environnement.
- Les signaux ainsi envoyés peuvent avoir pour objet d'inciter les premiers à rapprocher la rentabilité et le risque offerts de l'entreprise de ceux requis par les derniers. À l'intérieur de l'espace délimité par les contrats souscrits, les dirigeants vont mettre en œuvre les stratégies économiques et financières de leurs entreprises afin de tirer partie de l'environnement. Compte tenu de la forme de la fonction de production retenue par l'auteur, la succession de phases de croissance et de contraction de la production peut influer sur le couple rentabilité - risque offert aux partenaires financiers dans le sens où les chocs à l'origine des cycles d'affaires réels constituent des événements

[145] L'auteur a publié plusieurs études empiriques de la théorie présentée dans un livre de 1992, *Finance in a Theory of the Business Cycle*, Blackwell, 245 p.

imprévisibles. Selon lui, durant la réalisation d'une phase d'expansion, la rentabilité des actifs et des investissements des entreprises s'accroît conjointement à une augmentation du risque d'exploitation ; les conséquences de la croissance économique sont immédiatement intégrées dans les cours des actions et des obligations.

En second lieu, les fluctuations économiques peuvent, par ces deux canaux, exacerber les conflits d'intérêts entre les partenaires financiers. Par extension, elles sont supposées inciter les agents à utiliser les moyens financiers afin d'en réduire la portée.

- Les décisions économiques mises en œuvre peuvent conduire à des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers, dans le sens où ces derniers sont supposés présenter un degré d'aversion au risque plus important que les premiers. Par exemple, L'accélération des dépenses d'investissement durant les phases de croissance économique peut accroître le risque de spoliation de la richesse des créanciers au profit des actionnaires, notamment en raison de l'augmentation induite du risque d'exploitation.
- Krainer propose que les décisions financières puissent être utilisées par les agents pour réduire les coûts d'agence dont l'origine est liée aux décisions réelles dans un environnement fluctuant. Autrement dit, décisions économiques (production, prix, investissement, emploi…) et décisions financières (financement et versements de dividendes) semblent liées et cette liaison peut être appréhendée, selon lui, grâce à la théorie du ratio Q de Tobin.

Afin d'améliorer la compréhension de choix financiers et leurs relations avec le contexte économique, les principaux liens de causalité avancés par Krainer sont exposés à travers la présentation de son modèle (§B). Cette section est organisée afin de présenter une interdépendance théorique particulière entre les cycles économiques et les politiques financières des entreprises ; elle vise ensuite à proposer plusieurs hypothèses testables de la problématique. Toutefois, ce modèle étant développé dans un paradigme lié à la théorie des cycles d'affaires réels, il convient, en priorité, de s'interroger sur ses points originaux et sur leur degré de cohérence avec une analyse contractuelle (§A).

Cette section vise aussi à identifier les limites de cette approche et à introduire plusieurs élargissements. En outre, le modèle développé peut être appliqué tant au niveau macro (activité sur le marché primaire boursier) que micro (structure de financement des entreprises).

A) Points originaux de la théorie

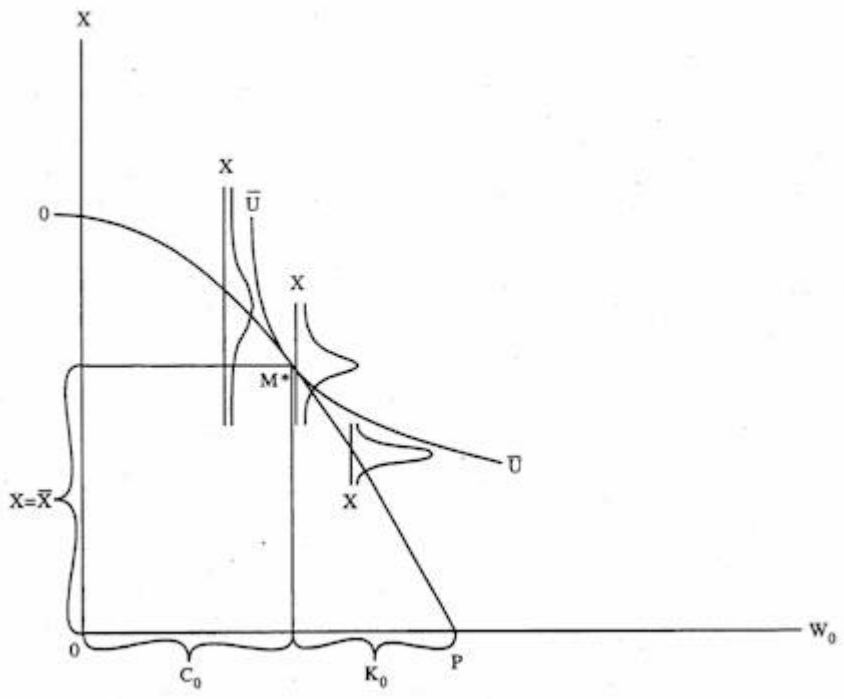
L'approche de Krainer des décisions de financement des entreprises en relation avec les cycles d'affaires est originale à deux titres : en raison du choix de la forme de la relation entre les investissements réalisés, leur rentabilité et leur risque ; en raison d'une conception particulière de la *gouvernance* d'entreprise, conduisant à la prise en compte d'un conflit d'agence entre actionnaires et créanciers à propos du risque de l'entreprise traditionnel dans la littérature financière. Cette présentation est aussi l'occasion de mettre à jour plusieurs limites au pouvoir explicatif de l'analyse.

1/ Rôle de la fonction de production dans le modèle

La fonction de production représentée dans le Graphique n° 8 relie le montant de l'investissement à ses rendements et à leur variabilité. Selon l'auteur, la sélection de deux dimensions dans la fonction permet d'exprimer des hypothèses réalistes. Les rendements techniques augmentent à taux décroissant au fur et à mesure de l'augmentation de l'investissement de l'entreprise représentative de l'économie. En particulier, il suppose que le risque s'accroît plus rapidement que le revenu de l'investissement ; c'est-à-dire que l'écart type des probabilités liées aux réalisations des revenus futurs augmente plus rapidement que la moyenne des revenus futurs pour chaque unité d'investissement supplémentaire[146].

[146] *p.8 : « the risk growing faster than the revenue of investment… the standard deviation of the probability of future income increases faster than the mean of future income for increases in the level of current investment ”*. Au fur et à mesure de l'augmentation de l'investissement de l'entreprise représentative de l'économie, les rendements diminuent et le risque d'exploitation associé à celui-ci augmente. La notion à laquelle se réfère l'auteur est le risque marginal. L'augmentation du risque …/

Graphique n° 8 : La fonction de production des entreprises dans le modèle de Krainer.



Légende : La courbe OP représente les opportunités d'investissement au niveau de l'économie ; leur rendement est positif à taux décroissant. L'agent représentatif maximise son utilité en consommant aujourd'hui C_0 de sa richesse W_0 et en investissant K. L'investissement K est caractérisé par un rendement moyen X et les probabilités de réalisation de ce dernier. (source Krainer, 1992).

Krainer affirme que la fonction de production utilisée dans les modèles[147] revêt une importance particulière dans le lien entre la politique de financement et le cycle économique. Il attribue à la nature de la fonction de production choisie la divergence entre la prédiction du modèle de Bernanke et Gertler (1989) selon laquelle l'endettement augmente durant les phases d'expansion et celle qu'il avance dans son modèle de 1992. Les premiers utilisent une fonction de production où les rendements

(*suite de la note de bas de page n° 147*) marginal conduit nécessairement à l'augmentation du risque moyen des actifs. Cependant, l'augmentation du risque (moyen) doit nécessairement être plus que compensée par l'augmentation des taux de rentabilité moyens pour assurer la croissance des cours durant l'expansion économique.

[147] La littérature macro-économique sur les cycles d'affaires soutient cette forme de la fonction de production. Classiquement, la première argumentation recourt à la loi des rendements décroissants. Un deuxième argument proposé par Zarnowitz (1999, p. 77) recourt à la théorie de Schumpeter sur l'innovation.

sont décroissants mais où le rapport entre les rendements anticipés et le risque est constant dans le temps et donc au cours du cycle d'affaires. Cette fonction représente une hypothèse alternative à celle selon laquelle les dirigeants réalisent en priorité les projets d'investissement les plus rentables et les moins risqués (*cf.* chapitre 2 section 3). L'importance que revêt le choix de la forme de la relation supposée entre investissement, rentabilité et risque est liée au rôle de ce dernier dans la décision de prêt des créanciers.

2/ Rôle des conflits d'intérêts entre les partenaires financiers

L'auteur accorde une place prépondérante dans son modèle aux conflits d'intérêts traditionnels entre actionnaires et créanciers. Cependant, le domaine restreint d'application de ces conflits lié à la notion retenue de *gouvernance* d'entreprise peut constituer une des limites de ses travaux.

Krainer (1992) suppose que l'investisseur le plus (le moins) averse vis-à-vis du risque reçoit en contrepartie de ses avances de fonds un droit sous forme de dettes (d'actions). En raison de l'anticipation d'un risque de spoliation, les créanciers peuvent réclamer des restrictions dans les contrats de financement afin de limiter l'étendue des décisions économiques (investissement et production) des dirigeants (Jensen et Meckling, 1976). Selon lui, il serait irrationnel, au sens de la maximisation de l'utilité, pour les investisseurs les plus averses vis-à-vis du risque, de laisser sans restrictions, le contrôle sur les décisions de gestion et de financement de l'entreprise aux investisseurs les moins averses[148]. La proposition de Krainer est que les dirigeants compensent l'exposition au risque économique des créanciers par des variations de sens opposé du risque de faillite dû à l'endettement. Le rôle des conflits d'intérêts est de lier les décisions financières aux décisions économiques.

[148] Cependant cette supposition peut paraître *ad hoc* dans le sens où elle n'est pas testable en dehors du modèle proposé.

En fait, l'auteur s'appuie largement sur la conceptualisation du système américain de gouvernement d'entreprise pour étayer l'hypothèse d'un conflit. Il semble que les actionnaires, à travers l'instance du conseil d'administration et du marché boursier, influent sur la stratégie industrielle des entreprises ; en particulier, sur les décisions d'investissement et les choix de production de l'entreprise par ses dirigeants. Ceux-ci sont supposés agir parfaitement dans l'intérêt de ceux-là. Les décisions des créanciers semblent se limiter à la participation au financement de l'entreprise sans en influencer sa stratégie. La principale limite de cette perspective est de ne considérer que le seul conflit d'intérêts entre actionnaires et créanciers de l'entreprise. La théorie positive de l'agence ne semble pas toujours lui avoir attribué un rôle important dans la détermination de l'efficience des formes organisationnelles. Qui plus est, il peut apparaître incohérent de parler de *gouvernance* des entreprises sans intégrer de manière plus significative les dirigeants dans l'analyse (Krainer, 1999).

Cependant, l'approche de Krainer de la politique de financement permet d'éclairer sensiblement l'influence du contexte économique sur les conflits d'agence et par extension sur les choix financiers.

B) Modélisation des décisions de financement avec fluctuations économiques selon Krainer (1992)

La présentation du modèle de Krainer (1992) est articulée en deux parties : la première présente comment les taux de rentabilité requis par les partenaires financiers de la firme déterminent les décisions réelles et les choix de financement en s'appuyant sur les différents degrés d'aversion vis-à-vis du risque des agents ; la seconde met en avant l'influence des cycles d'affaires sur les choix de financement *via* la rentabilité de l'entreprise et les taux de rentabilité offerts par celle-ci.

1/ Déterminants financiers des décisions réelles et choix de financement des entreprises

Après la présentation des notations et des règles d'équilibre utilisées par le modèle, les origines des variations des taux de rentabilité requis et offerts, et leurs conséquences, sont proposées pour chaque catégorie de titres financiers. Le comportement supposé des dirigeants en réponse aux signaux envoyés par les actionnaires et les créanciers est décrit dans un dernier temps.

a) Les notations et les règles d'équilibre

Soit K le montant des ressources investies par les partenaires financiers dans l'entreprise ; R le taux de rentabilité de l'exploitation ; R_b le taux de rentabilité pour les créanciers et R_s pour les actionnaires. Soit X les flux de liquidités issus de l'exploitation de la firme avant frais financiers (pas d'imposition). Le ratio X_b/X_s représente la répartition des flux de liquidités entre les actionnaires et les créanciers. Les parts des flux de liquidités X attribués à chaque partenaire s'expriment de la manière suivante :

Équation n° 19 : $X_b = R_b.K_b$,

Équation n° 20 : $X_s = R_s.K_s$,

Équation n° 21 : $X = X_s + X_b = R.K = R(K_s+K_b)$.

Les taux de rentabilité R_s et R_b peuvent appréhender différentes réalités suivant qu'ils sont mesurés à partir de valeurs comptables (exposant B) ou de valeurs établies sur un marché efficient (exposant M)[149]. Le taux de rentabilité financière R_s obtenu par les actionnaires peut être mesuré en utilisant soit les valeurs de marché soit les valeurs comptables. Dans le premier cas, il s'agit du taux requis par les actionnaires R_s^M – le

[149] L'auteur parle de valeur comptable économique – *economic book value* (à ne pas confondre avec la valeur historique dans les livres comptables – *historical book value*) et de valeur de marché – *market value*.

coût d'opportunité des fonds propres pour l'entreprise – en fonction du risque qu'ils prennent en investissant dans l'entreprise. Dans le second cas, il s'agit d'un taux offert par l'entreprise fondé sur des valeurs comptables R_s^B, qui fournit le rendement anticipé de 1 franc (au voisinage de K_s) investi dans l'entreprise. Ce taux interne de rentabilité est le résultat des décisions d'exploitation et de financement mises en œuvre par l'équipe managériale de l'entreprise. Lorsque le taux de rentabilité R_b est mesuré à partir de valeur de marché, il exprime le taux requis par les créanciers pour le financement de l'entreprise en fonction du risque : R_b^M. Lorsque R_b est mesuré en valeur comptable, il s'agit d'un taux anticipé, interne, fournissant le rendement anticipé des fonds prêtés (au voisinage de K_b) offert par l'entreprise : R_b^B. Ce dernier se mesure par le remboursement des emprunts contractés par l'entreprise. Les deux sources de financement sont étudiées successivement.

Dans un premier temps, il s'agit de décrire les relations d'équilibre pour les actionnaires. En réorganisant les équations n° 19 à 21, il est possible d'obtenir la relation d'équilibre de l'effet de levier financier : $R_s = R + (R-R_b).K_b/K_s$ lorsque les variables sont mesurées en valeurs de marché. Cette relation relie la rentabilité attendue des actionnaires à la rentabilité économique de l'entreprise, au coût de la dette (le taux de rentabilité requis par les créanciers) et à la structure financière de l'entreprise (représentée ici par le ratio K_b/K_s). Il vient :

Équation n° 22 : $$\frac{X_b}{X_s} = \frac{X - X_s}{R_s K_s} = \frac{R(K_s + K_b) - R_s K_s}{R_s K_s} = \frac{R}{R_s}\frac{K_b}{K_s} + \frac{R - R_s}{R_s}$$

L'approximation linéaire de cette équation est représentée par la droite EE sur le Graphique n° 9 ci-dessous[150]. Lorsque les expressions R_s, R_b sont exprimées en valeurs de marché, l'Équation n° 22 relie la répartition des flux de liquidités de l'entreprise requise par ses actionnaires, *i.e.* compte tenu de leur taux requis, à la rentabilité économique (risque d'exploitation) et à la structure financière (risque financier). Il faut noter que cette répartition ne dépend pas du coût de la dette.

[150] Celle-ci correspond aux taux de marché, mais qu'il existe une courbe en taux comptable (non représentée). L'équilibre valeur de marché, valeur comptable est atteint lorsque les deux droites se confondent.

Dans un second temps, l'auteur étudie le financement par emprunts. En reprenant les équations n° 19 à 21, il vient :

Équation n° 23 : $$\frac{X_b}{X_s} = \frac{R_b K_b}{X - X_b} = \frac{K_b / K_s}{\frac{R}{R_b} + \left(\frac{R - R_b}{R_b}\right)\frac{K_b}{K_s}}$$

L'approximation linéaire de cette équation est représentée par la droite DD sur le Graphique n° 9 ci-dessous[151]. Celle-ci relie la répartition des flux de liquidités à la rentabilité d'exploitation de l'entreprise, au taux requis par ses créanciers et à la structure financière. Cette répartition ne dépend pas du coût des fonds propres.

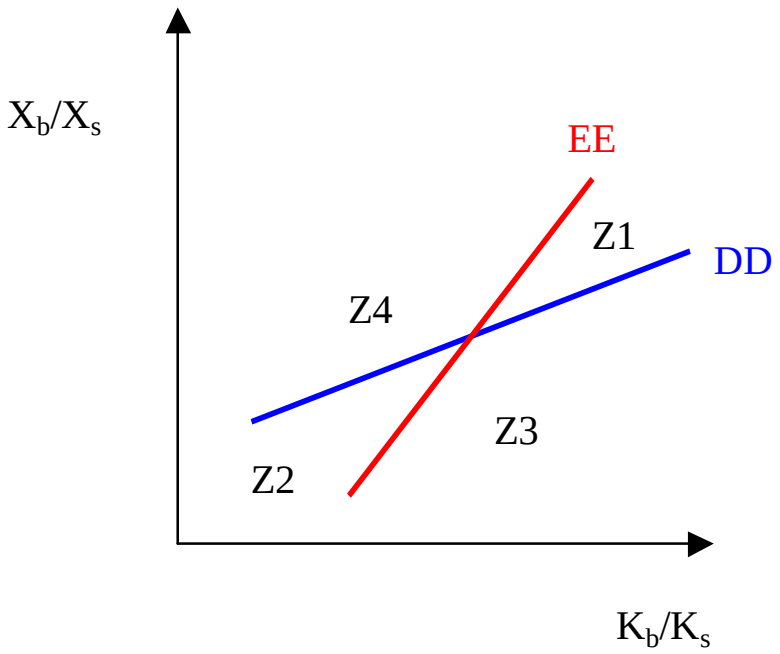
Les deux droites présentent des pentes différentes[152]. D'après la relation de l'effet de levier financier, il est supposé que $R_b < R < R_s$, ce qui représente une prime de risque pour les actionnaires par rapport aux créanciers.

Il existe une position d'équilibre entre les attentes des apporteurs de capitaux et ce que l'entreprise peut offrir en termes de rémunération. Pour chaque type d'actif respectivement, la droite EE ou DD représente graphiquement l'équilibre entre le taux de rentabilité requis par l'apporteur de capitaux et le taux offert par l'entreprise. Au point d'intersection des droites EE et DD, les valeurs de marché de tous les actifs financiers sont égales à leurs valeurs comptables.

[151] Celle-ci correspond aux taux de marché, mais qu'il existe une courbe en taux comptable (non représentée). L'équilibre valeur de marché, valeur comptable est atteint lorsque les deux droites se confondent.

[152] Celles-ci sont supposées être liées à l'aversion vis-à-vis du risque de chaque partenaire (dans le modèle macro-économique de Krainer, 1992). Dans le cadre des modèles financiers, l'écart de taux de rentabilité requis est attribué au caractère aléatoire de la rémunération des actionnaires.

Graphique n° 9 : Conflits d'intérêts et équilibre de financement (source Krainer, 1992)



Légende : La droite EE (DD) représente graphiquement l'approximation linéaire de l'équation n° 22 (n° 23). Les droites EE et DD représentent l'égalité du taux de rentabilité offert et requis par respectivement les actionnaires et les créanciers. Chacune traduit l'égalité entre la valeur de marché et la valeur comptable (économique).

b) Formes des déséquilibres dûs aux variations de taux et processus de rééquilibrage

Il existe deux origines de variations des taux requis et offerts dans l'esprit de l'auteur. D'une part, les premiers sont déterminés par les réactions des investisseurs en réponse à la réalisation d'événements macro-économiques imprévisibles comme les retournements de tendance de la conjoncture économique[153]. D'autre part, les seconds sont déterminés par les politiques d'investissement et de financement mises en œuvre par les directions des entreprises. Cela suppose l'indépendance entre les taux requis et les taux offerts. En fait, les taux de marché dépendent de la forme des fonctions d'utilité

[153] Dans la théorie des cycles d'affaires réels, la tendance suit une marche aléatoire et seul le cycle est stationnaire.

des agents économiques, alors que les taux offerts dépendent de la forme de la fonction de production. Sur le Graphique n° 9, un déplacement des droites traduit une variation des taux dans le modèle, quelle que soit son origine. La suite du développement considère le marché des actions avant le marché des titres de créances.

Si $R_s^M > R_s^B$, la valeur de marché des actions est inférieure à la valeur comptable des actions, c'est-à-dire des apports effectués par les actionnaires. Lorsque $R_s^M < R_s^B$, le niveau de rentabilité requise par les actionnaires est inférieur à celui offert par l'entreprise ; la valeur des actions augmente. À l'équilibre $R_s^M = R_s^B$, représenté par la droite EE sur le Graphique n° 9, la VAN du titre est nulle. Pour une structure financière et une rentabilité économique données, une augmentation du taux de rentabilité requis par les actionnaires conduit à réduire la valeur des titres, ce qui est représenté graphiquement pour un déplacement vers le haut de la droite dans les zones Z2 et Z4. Cette situation est aussi obtenue si les politiques mises en œuvre par les dirigeants conduisent l'entreprise à offrir un taux de rentabilité inférieur au taux requis. À l'inverse, une révision à la baisse des attentes des actionnaires en termes de rentabilité est représentée par un déplacement vers le bas de la droite EE dans les zones Z1 et Z3 ; cette situation est aussi obtenue si les politiques mises en œuvre par les dirigeants conduisent l'entreprise à offrir un taux de rentabilité supérieur au taux requis.

Si $R_b^M > R_b^B$, la valeur de marché des obligations est inférieure à la valeur comptable des emprunts. Lorsque $R_b^M < R_b^B$, le niveau de rentabilité requis par les créanciers est inférieur à celui offert par l'entreprise, c'est-à-dire les remboursements et les versements d'intérêts effectués par l'entreprise ; la valeur des titres augmente. À l'équilibre $R_b^M = R_b^B$, représenté par la droite DD sur le Graphique n° 9, la VAN des titres est nulle.

En bref, selon l'auteur, l'origine d'un déséquilibre peut être attribuée à n'importe quel événement affectant les taux requis par les investisseurs. Le fonctionnement des mécanismes d'incitation et de contrôle assure toutefois que les intérêts des partenaires sont sauvegardés par les réactions des dirigeants réagissant à ces signaux et visant à rétablir l'équilibre entre les taux requis et offerts.

c) Les décisions des agents visent à rétablir l'équilibre

En dehors des situations d'équilibre décrites *infra* correspondant au point Z sur le Graphique n° 9, quatre situations peuvent exister (Z1, Z2, Z3 et Z4) ; chacune est présentée ainsi que les mécanismes de rappel vers l'équilibre – le jeu des acteurs. Selon Krainer, ces derniers sont au nombre de deux : la protection contractuelle et l'incitation des dirigeants appréhendée à partir de la théorie du ratio Q des actifs financiers. Un déplacement du point d'exploitation Z caractérise la survenance d'un choc macro-économique tel que ceux décrits dans la théorie des cycles d'affaires réels.

Lorsque l'exploitation de l'entreprise se réalise dans la zone Z1, la valeur de marché de chacun des titres financiers est supérieure à leurs valeurs comptables respectives. Dans la théorie classique, les dirigeants sont incités à investir lorsque les entreprises peuvent acheter des nouveaux actifs productifs sur le marché des biens et services et vendre des droits sur les revenus de leur exploitation sur le marché financier pour une valeur supérieure. Dans cette situation, le mécanisme de rappel vers l'équilibre Z est constitué d'arbitrages entre le marché réel et le marché financier. En effet ici, il est possible d'effectuer des acquisitions sur le marché des biens financés par l'émission de titres sur le marché financier en réalisant un profit d'arbitrage.

Dans la zone Z2, l'entreprise vaut plus « morte que vivante ». Dans la théorie classique utilisée par l'auteur, lorsque la valeur des actifs productifs sur le marché des biens et services est supérieure à la valeur des droits émis contre ces actifs sur le marché financier, la décision maximisant la richesse des partenaires consiste à vendre les actifs sur le marché secondaire et à distribuer les flux de trésorerie.

Les zones Z3 et Z4 peuvent illustrer les conflits existant entre les cocontractants financiers. En effet lorsque l'exploitation à lieu dans des conditions où la valeur de marché des actions est supérieure à leur valeur comptable, à l'inverse des titres de créances, il peut exister un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires (zone Z3). Cette situation est décrite par Jensen et Meckling (1976) où un investissement dans des projets risqués n'est pas généralement du goût des créanciers ; par anticipation, ils vont tenter d'exclure ce comportement par contrats et d'adapter leur taux de rentabilité requis.

À l'opposé l'exploitation dans la zone Z4 caractérise une situation où la valeur des titres des créanciers est supérieure à leur valeur comptable alors que la valeur de marché des actions est inférieure à leur valeur comptable. Selon l'auteur, Cette situation correspond à celle décrite par Myers (1977).

In fine, la réduction des coûts d'agence est supposée être obtenue grâce à, soit l'application de clauses particulières dans les contrats de financement, soit la création de titres de financement hybrides afin d'exclure la réalisation d'une exploitation dans les conditions correspondant aux zones Z3 et Z4 (ou de permettre aux investisseurs de profiter des opportunités en découlant). Pour décrire un cycle d'affaires dans cette économie, il suffit de considérer à la fois les variations de la rentabilité économique de l'exploitation, des opportunités d'investissement et des besoins induits de financement de l'entreprise qui conduisent celle-ci à modifier les taux de rentabilité qu'elle offre aux placements des investisseurs. Cependant, et certainement plus directement selon l'auteur, le cycle d'affaires peut engendrer une variation des taux de rendement requis par les investisseurs à partir de variations exogènes de la richesse (W_0) et de leur perception du risque.

2/ Chocs exogènes : l'introduction des cycles économiques

Après avoir rappelé les conclusions du chapitre précédent concernant l'influence des fluctuations économiques sur la valeur des actifs des entreprises et des titres financiers, ce paragraphe reprend les hypothèses de Krainer liant les cycles économiques aux décisions financières des entreprises.

Le chapitre précédent propose de lier positivement les taux de rentabilité requis pour la détention de titres financiers aux risques d'exploitation, de taux et de défaut supportés par les individus et donc négativement avec les taux de croissance de l'économie, représentant des fluctuations économiques exogènes par rapport aux agents économiques. Pour sa part, Krainer (1992) suppose que les partenaires présentent une aversion vis-à-vis du risque telle qu'un événement qui accroît la richesse des agents économiques ou réduit leur perception des risques dans l'environnement les conduit à

réduire leurs attentes en termes de taux de rentabilité[154]. Dans le paradigme des cycles d'affaires réels utilisé par l'auteur, des effets de richesses deviennent endogènes en raison de la persistance de chocs exogènes. Ces derniers se composent des aléas climatiques ou de productivité liés au progrès technique et aux aléas de la politique monétaire suivie par les autorités non anticipés par les agents. Toutefois, il faut noter que dans le modèle original de Krainer, les variations de taux de rentabilité requis dues aux chocs exogènes engendrent les fluctuations macro-économiques. En théorie, en s'appuyant sur l'hypothèse d'efficience informationnelle et allocationnelle des marchés financiers (les signaux envoyés par les cours boursiers sont interprétés par les dirigeants), les cycles économiques influencent les cours boursiers si les premiers sont intégrés dans les seconds dès leur anticipation (ceux-ci sont souvent considérés comme des indicateurs avancés de l'activité économique).

La théorie explicative des décisions de financement des entreprises s'articule autour de deux propositions. Seule la seconde correspond à la problématique de cette présente recherche.

En premier lieu, Krainer considère que le rôle du marché financier pour les investisseurs est d'envoyer des signaux vers les dirigeants et que ces derniers les interprètent et les appliquent scrupuleusement à travers leurs politiques d'investissement et de financement. La première réaction du marché financier à un choc exogène se porte sur le portefeuille des détenteurs de titres financiers ; lesquels évaluent l'impact du choc sur leurs richesses en fonction de leurs perceptions du risque et donc finalement sur les cours des titres. La seconde étape consiste à montrer que les mécanismes d'arbitrages sur les marchés et les mécanismes organisationnels de contrôle assurent que les dirigeants tiennent effectivement compte des signaux véhiculés par les valeurs de marché dans leurs entreprises *via* la politique d'investissement et de financement[155].

---

[154] À l'inverse, un choc exogène qui réduit la richesse des agents économiques ou exacerbe leur perception des risques dans l'environnement conduit à augmenter les taux de rentabilité requis. En d'autres termes, cela revient à supposer que l'aversion vis-à-vis du risque d'un agent soit une fonction décroissante de son revenu.

[155] Cela revient à supposer que les dirigeants n'aient pas des intérêts différents de ceux des actionnaires ou que la *gouvernance* des entreprises est efficace. Dans la théorie de l'enracinement, les dirigeants peuvent prendre des décisions contraires aux intérêts des actionnaires, donc contraire aux signaux envoyés.

Afin d'éprouver empiriquement cette proposition, plusieurs hypothèses sont déduites. La théorie suggère notamment que les variations des cours boursiers doivent précéder la mise en œuvre des politiques des entreprises (Krainer, 1995)[156].

En second lieu, l'endettement des structures de financement des entreprises est plus faible dans l'objectif de réduire le coût des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers à propos du risque économique lié aux investissements réalisés en périodes de croissance économique comparativement aux périodes de récession. Les conditions étayant cette hypothèse sont que, *primo* l'investissement est risqué, *secundo* les dirigeants agissent afin de limiter les transferts de richesse[157]. Le taux d'endettement est négativement corrélé au taux de croissance de l'activité économique et à la proportion d'actifs risqués dans le total bilan[158].

* * *

* *

*

En résumé, la théorie de Krainer repose sur la proposition suivant laquelle les anticipations des agents économiques sur le niveau futur d'activité économique déterminent leur taux de rentabilité requis sur leurs investissements financiers et les taux de rentabilité offerts par les entreprises obtenus par leurs investissements réels. Les décisions réelles des entreprises sont supposées liées à leurs décisions financières dans le sens où les dirigeants effectuent des arbitrages entre les marchés et que les décisions financières sont utilisées afin de réduire les coûts d'agence. Dans ce schéma, les périodes de croissance économique sont associées à des périodes où les entreprises se financent de préférence par des fonds propres externes car cette décision minimise les transferts de richesses entre actionnaires et créanciers. En d'autres termes,

---

[156] Les cours peuvent aussi réagir en fonction des révisions des anticipations.

[157] Krainer (1995 et 1999) teste l'hypothèse que la diversité des formes de gouvernance entre les pays – structure des contrats financiers, mécanismes d'incitation et de contrôle des dirigeants – influe sur la manière dont l'exposition au risque d'exploitation est compensée par la politique de financement.

[158] Cette relation est compatible avec l'hypothèse d'une association négative entre l'endettement et les opportunités de croissance (si ces dernières sont risquées en raison de l'asymétrie d'information et de l'incertitude d'exploitation).

l'endettement de la structure de financement des entreprises est négativement corrélé au taux de croissance de l'économie en raison du conflit entre actionnaires et créanciers à propos des investissements réalisés durant l'expansion (H5).

Plusieurs limites apparaissent à partir de l'introduction dans l'analyse de frictions réelles dans la mise en œuvre des mécanismes de rappel à l'équilibre. L'argumentation repose sur deux points. En premier, les imperfections sur les marchés liées à la spécificité des actifs peuvent réduire le nombre de transactions réelles et donc la capacité de la politique d'investissement et de financement à réduire les conflits d'agence durant les périodes de récession (Shleifer et Vishny, 1992). En second, la limite du modèle est liée au statut du dirigeant d'entreprise ; les politiques d'investissement et de financement sont totalement indépendantes de celui-ci. Les prédictions du modèle de Krainer (1992, 1999) pourraient être sensibles à la substitution d'une hypothèse moderne (type enracinement) à l'hypothèse implicite admise sur le comportement des dirigeants. La préférence d'un dirigeant pour les investissements et sa résistance aux désinvestissements d'une part, ses préférences de financement d'autre part, peuvent limiter ou exacerber (par rapport au modèle original) la réactivité de la politique financière à la politique d'investissement comme mode de résolution des coûts d'agence (Stulz, 1990 et Zwiebel, 1996). Ses réactions aux événements macro-économiques en matière d'investissement et de financement pourraient être plus ou moins rapides en considération de ses objectifs personnels et des conditions d'exploitation prévalantes (H6 et H7).

Section 3 : Fluctuations économiques, asymétrie d'information sur les options d'investissement et décisions de financement

Berkovitch et Narayanan (1993) s'interrogent sur la liaison entre les conditions dynamiques prévalant dans l'économie puis sur les marchés financiers et le déroulement des décisions d'investissement et de financement des entreprises. Selon eux, la forme des contrats de financement proposés par les intermédiaires financiers et le comportement d'investissement des firmes peuvent être à l'origine de phénomènes de regroupements des émissions de titres financiers durant les phases de croissance du cycle économique. Leur article propose aussi une explication au niveau micro des comportements de financement des entreprises, point commun avec la problématique de cette thèse.

L'originalité de leurs propositions repose sur la substitution d'une asymétrie informationnelle entre l'entreprise et le marché financier sur la qualité des projets d'investissement à celle sur la valeur des actifs en place, puis sur un mécanisme particulier de signalisation par les entreprises comparativement aux travaux de Choe *et al.* (1993). La qualité intrinsèque d'un projet correspond à la rentabilité des actifs liée exclusivement aux ressources détenues par l'entreprise, c'est-à-dire indépendamment d'un facteur représentant l'économie. Deux conséquences apparaissent suite à ce renversement de perspective. Les auteurs supposent que les entreprises sont incitées à investir, durant les périodes d'expansion économique, dans des projets dont la qualité est moindre que celle des projets réalisables durant les périodes de récession. Selon leur modélisation, les entreprises sont censées financer par actions les projets de qualité inférieure et par dettes ceux dont la qualité est intrinsèquement supérieure. Le volume et la nature des financements demandés par une entreprise sur le marché financier dépendent de l'historique du taux de croissance de l'économie dans le sens où ses décisions d'investissement sont-elles même associées à ses débouchés macro-économiques. Leurs hypothèses sont que le volume de financement demandé sur le marché financier est plus élevé durant les périodes d'expansion comparativement aux périodes de récession économique car les investissements entrepris par les dirigeants y sont plus importants. Comme leur qualité, en moyenne, est moindre durant les périodes

d'expansion, la structure de financement tend à incorporer une proportion plus importante de financement par fonds propres comparativement aux phases de récession.

Leur théorie en portant sur les modalités de signalisation utilisées par les entreprises – susceptibles de réduire la portée des conflits d'intérêts entre elles et leurs partenaires financiers à propos de la qualité des projets à entreprendre – peut constituer une explication alternative aux hypothèses concurrentes présentées dans les autres sections de ce chapitre. L'objet de cette section est de présenter le modèle de l'article publié dans le *Journal of Business* afin d'établir une hypothèse alternative, qui n'est pas cependant empiriquement testable. Cet article ne contient pas d'études empiriques en raison de la difficulté à mesurer le concept de qualité intrinsèque. La présentation est articulée en deux temps : il s'agit d'abord, de présenter la liaison entre le processus décisionnel des dirigeants et la qualité des projets entrepris dans le cadre d'un environnement économique fluctuant, ensuite, d'analyser la nature de la dépendance des décisions de financement à la qualité intrinsèque des projets à entreprendre. Les hypothèses testables sont formulées dans la conclusion, selon lesquelles les choix financiers s'adaptent à l'environnement économique en raison des économies de coûts qui en résultent pour les partenaires financiers et l'entreprise.

A) Mode de sélection des investissements : relation entre activité macro-économique et qualité des projets entrepris

La modélisation proposée par les auteurs permet d'établir un lien entre les fluctuations économiques et les choix d'investissement des dirigeants en exprimant la valeur d'un projet en fonction de deux paramètres indépendants : un facteur spécifique (la qualité intrinsèque de l'entreprise) et un facteur non spécifique (l'environnement économique). Après avoir introduit le modèle original, la relation entre la qualité moyenne des projets entrepris et les cycles économiques est détaillée dans un second paragraphe. Cette relation a été avancée *infra* dans la dernière section du chapitre précédent.

1/ Présentation du modèle de Berkovtich et Narayanan (1993)

Chaque entreprise est supposée recevoir périodiquement un certain nombre d'idées, que les dirigeants peuvent transformer en projets potentiellement rentables en engageant une dépense de recherche et développement avec la probabilité r ; avec la probabilité (1-r) les idées ne sont pas exploitables[159]. L'analyse est effectuée ici au niveau de la phase d'élaboration à l'intérieur de la phase d'initiation des projets par les dirigeants dans le processus décisionnel. Les flux de liquidités résultant de la mise en œuvre d'un projet[160] potentiellement profitable sont égaux à $I + \lambda_t.\mu$. Les paramètres λ_t et μ sont indépendants. Le paramètre λ_t représente le niveau d'activité de l'économie perçu par l'ensemble des agents sur le marché prévalant à la période t (avec $\lambda_t = \lambda_{t-1} + \varepsilon_t$; où ε_t est iid). Le paramètre μ représente un facteur spécifique au projet prenant les valeurs h – c'est-à-dire un projet de type H, de qualité intrinsèque supérieure – ou l – projet de type L, de qualité intrinsèque inférieure – avec $h > l > 0$; le premier présentant plus de flux de liquidités rapporté au coût de l'investissement que le second. La précision 'potentiellement profitable' signifie que la valeur du projet dépend aussi des conditions économiques prévalant lors de l'exploitation. Soit p la probabilité[161] qu'un projet soit de type L, il est possible d'interpréter la qualité espérée d'une idée μ par $\mu(p) \equiv r.[\ p.l + (1-p).h\ ]$. L'information concernant la profitabilité d'un projet (probabilité r) et la qualité d'un projet (probabilité p) est détenue exclusivement par l'entreprise seulement après que celle-ci ait mis en œuvre la R&D, c'est-à-dire après la phase d'initiation. En bref, la qualité intrinsèque d'un projet donné représente la rentabilité attribuée aux caractéristiques organisationnelles.

Le déroulement dans le temps des différentes étapes peut être résumé dans la Figure n° 9.

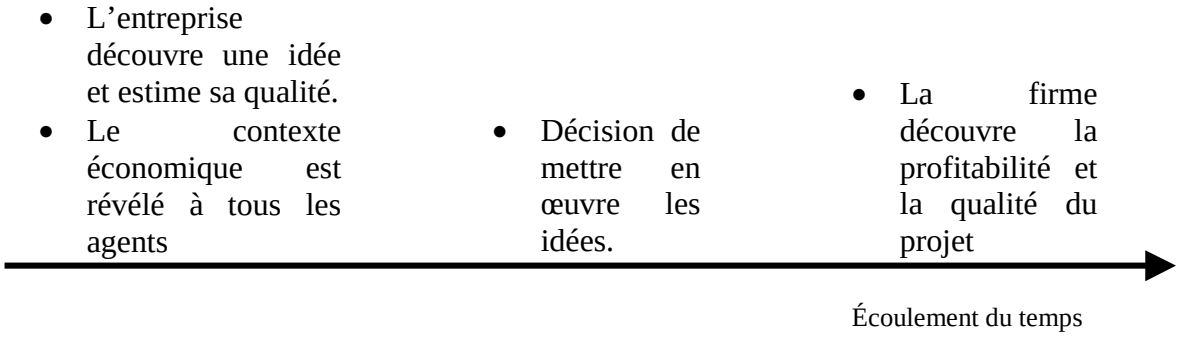
---

[159] Le terme d'idée signifie une option d'investissement avant le stade de la recherche et développement, le terme de projet est utilisé après cette étape du processus d'initiation. Le nombre d'idées durant chaque période est constant dans le temps.

[160] I est le montant monétaire de l'investissement connu par le marché. Les flux de liquidités obtenus par l'exploitation du projet sont réalisés immédiatement après la dépense I.

[161] La probabilité qu'une idée soit profitable r est constante entre les projets et dans le temps. La probabilité p que le projet soit de qualité inférieure l varie d'un projet à l'autre, mais est constante dans le temps pour chaque projet.

Figure n° 9 : Processus d'investissement selon Berkovitch et Narayanan (1993)



Au-delà de sa qualité, la valeur d'un projet dépend aussi des conditions économiques prévalant lors de son exploitation.

2/ Contexte économique et qualité moyenne des projets

En considérant que la valeur d'un actif dépend positivement des conditions économiques de son exploitation et que les dirigeants n'investissent que dans les projets suffisamment rentables, il s'ensuit que le nombre de projets augmente (§a) et que la qualité moyenne des projets entrepris durant une période diminue (§b) avec la réalisation d'une phase de croissance du cycle économique.

a) Le nombre de projets mis en œuvre

Pour un environnement économique donné, il existe un portefeuille d'opportunités d'investissement, dont seules celles offrant un niveau suffisant de rentabilité sont exercées, les autres étant « reportées » pour des jours meilleurs. Il s'agit d'un arbitrage entre la valeur anticipée du projet s'il est entrepris immédiatement dans un contexte économique λ_t et la valeur du projet dans le futur pour des conditions économiques λ_{t+1} mais en supportant un risque d'obsolescence technique. Il existe deux types d'idées à chaque période : celles découvertes durant la période t (les nouvelles) et celles découvertes durant les périodes précédentes (les anciennes).

En ignorant l'influence du contexte économique, les flux de liquidités des projets sont supérieurs au coût de l'investissement quelle que soit la qualité du projet sachant que $h > l > 0$ par définition. Toutefois, il peut subsister un risque d'exploitation fonction du contexte économique dans lequel se déroule la gestion du projet. En considérant que la VAN d'un projet peut être sensible aux fluctuations économiques, les décisions d'investissement peuvent dépendre de l'historique de la croissance macro-économique. Si λ est négatif (récession), $I + \lambda\mu < I$ et le projet est reporté quelle que soit sa qualité. Si λ est positif (expansion) alors $I + \lambda\mu > I$, le projet est entrepris quelle que soit sa qualité. Pour un niveau d'activité donné, il existe un niveau de qualité $\mu^*(\lambda_t)$ tel que sont entrepris les projets dont la qualité excède ce niveau, et reportés ceux dont la qualité est inférieure à celui-ci. De plus, le niveau de qualité minimum auquel un projet est accepté diminue lorsque le niveau d'activité économique augmente. Symétriquement pour chaque projet de qualité μ, il existe un niveau d'activité minimum $\lambda^*(\mu)$ en dessous duquel il est préférable de reporter le projet. En considérant que les dirigeants respectent les préconisations du critère de sélection des investissements (VAN > 0), les projets de qualité supérieure peuvent être entrepris dans des contextes économiques plus défavorables comparativement aux projets de qualité inférieure. Sous la même condition, les projets de qualité inférieure ne sont entrepris que dans des contextes économiquement plus favorables.

En résumé, avec l'amélioration des conditions d'exploitation économique, le nombre d'options d'investissement anciennes susceptibles de présenter le taux de rentabilité requis s'accroît ; leur nombre se réduit lors des récessions. Cette variation du nombre de projets durant le cycle économique est cependant supposée modifier la moyenne de la qualité des projets.

b) La qualité moyenne des projets mis en œuvre

Le modèle relie la qualité moyenne des projets entrepris au niveau de la croissance économique. Le nombre de nouvelles idées développées durant une période t dépend directement et seulement du niveau d'activité économique prévalant en t. Cependant, les anciennes idées présentent une qualité inférieure à la qualité requise à la

période t-1 et, par extension, leur nombre dépend de l'historique des fluctuations économiques.

- Les auteurs montrent que la qualité moyenne des idées anciennes développées en période d'expansion est inférieure à la qualité moyenne des idées nouvelles développées. La moyenne des qualités intrinsèques des projets entrepris entre deux périodes de croissance successives tend à se réduire.
- Entre deux périodes de récession, seule une partie des nouvelles idées est développée. De moins en moins d'idées présentent une qualité intrinsèque suffisante lorsque le niveau d'activité macro-économique diminue. La qualité moyenne des projets entrepris tend à augmenter.

Durant chaque période d'une phase de croissance économique, les dirigeants sont plus enclins à développer un nombre élevé de projets, dont une partie, d'autant plus importante que la croissance est forte, provient des options détenues en portefeuille. La qualité de ces derniers projets, estimée lors de la période précédente, n'était pas perçue suffisante pour les entreprendre. Ainsi, « de meilleures conditions économiques augmentent les profits anticipés des projets, les entreprises vont intrinsèquement entreprendre des projets de qualité inférieure lorsque les conditions économiques s'améliorent[162] ». Donc, la qualité moyenne des projets d'investissement mis en œuvre par les dirigeants se réduit durant les périodes de croissance économique et augmente en période de récession. Dans ces dernières conditions d'exploitation, seuls les projets de qualité supérieure *h* sont lancés, les autres étant reportés en entrant dans le portefeuille d'actifs conditionnels. La probabilité que les projets entrepris durant la récession soient de qualité supérieure *h* est donc plus importante. La probabilité d'entreprendre un projet de qualité inférieure est plus importante en période d'expansion que durant une récession économique.

Il semble possible de faire un parallèle entre la définition de Berkovitch et Narayanan (1993) de la qualité des projets et le risque d'exploitation exposé dans le chapitre précédent en considérant le seuil de rentabilité lié au facteur spécifique que

[162] *« Since better economic conditions increase the expected profits of projects, firms will undertake inherently lower quality projects when economic conditions are improving ».*

représentent les charges fixes de l'organisation contractuelle de la production. Si les partenaires perçoivent le risque ou la qualité des projets (ou bien que les dirigeants prennent en considération leurs intérêts dans la stratégie de l'entreprise), ils sont amenés à réclamer une prime de risque plus importante. Pour ceux qui contractent sous la forme de rémunération fixes, cela tend à augmenter les charges fixes d'exploitation par rapport au total des coûts. *In fine*, le seuil de rentabilité augmente, la qualité intrinsèque diminue et l'architecture organisationnelle semble influer sur ces deux dimensions. Durant la récession, les projets entrepris peuvent être considérés de qualité supérieure car leurs risques d'exploitation sont faibles en raison d'un niveau d'activité économique minimum moindre (le seuil de rentabilité est faible par rapport à la distribution de λ). Cette proposition est cohérente avec l'analyse de Fama et French (1989) en considérant des fluctuations économiques d'amplitudes importantes et longues[163]. Inversement les projets entrepris durant les périodes de croissance de l'activité peuvent présenter un risque d'exploitation plus important car leurs flux de trésorerie générés sont plus sensibles aux retournements de tendance, notamment si le seuil de rentabilité est plus important par rapport à la distribution statistique de l'activité économique. Ainsi, plus le seuil de rentabilité en dessous duquel il est préférable de reporter un projet est élevé eu égard à l'activité anticipée, plus le projet est risqué, plus la qualité est faible. Au total, si le succès des projets entrepris durant les phases de croissance est en moyenne (nouvelles idées plus celles reportées des périodes précédentes) plus sensible à l'évolution de l'économie, leur qualité est moindre. En outre, les modèles de Berkovitch et Narayanan (1993) et de Krainer (1992) sont convergents.

En conclusion, le nombre de projets entrepris à chaque période est directement associé à l'activité macro-économique et les variations de la qualité moyenne des idées mises en œuvres à chaque période sont la conséquence de cette association et du critère supposé de choix d'investissement. La valeur actuelle nette des projets est déterminée par des facteurs idiosyncratiques et environnementaux dont l'importance varie au cours du temps et entre les projets. En supposant que les entreprises ne disposent d'aucun flux

[163] Une mesure empirique adaptée serait d'opposer des périodes de creux à celles de pics conjoncturels.

de liquidités avant la mise en œuvre des projets[164], la quantité de financement à demander aux intermédiaires financiers est directement proportionnelle aux montants des investissements à réaliser, donc associée aux conditions économiques prévalant dans l'environnement. Mais qu'en est-il de la nature de ce financement externe ?

B) Formes des relations contractuelles avec les intermédiaires financiers et signalisation de la qualité des projets à partir des choix de financement des entreprises

Les intermédiaires financiers, auxquels les entreprises adressent leurs demandes de financement, peuvent ne pas être en mesure de connaître la qualité intrinsèque des projets que celles-ci désirent mettre en œuvre et ainsi supporter un coût d'agence. Selon le cadre de relations contractuelles retenu par Berkovitch et Narayanan (1993), la première étape vise à préciser le mécanisme organisationnel fondé sur les choix de financement que les intermédiaires financiers sont supposés utiliser afin de limiter les conséquences de l'asymétrie d'information entre eux et les entreprises (coût de sélection adverse et de hasard moral). La seconde étape consiste à analyser le processus d'arbitrage qu'effectuent les agents entre les sources de financement pour chaque projet conduisant à minimiser les coûts de financement pour une qualité intrinsèque donnée et non observable par les intermédiaires financiers.

1/ Le cadre financier contractuel du modèle de Berkovtich et Narayanan (1993)

En subissant des coûts d'évaluation de la solvabilité des entreprises et les coûts de contrôle de l'affectation des fonds alloués, les banques maîtrisent une information sur leurs clients qui peut constituer un avantage comparatif envers leurs concurrents et les autres fournisseurs de capitaux. Le modèle proposé suppose la présence d'un

[164] Les entreprises ne disposent pas de réserves monétaires supérieures au coût de la R&D au moment où elles reçoivent les idées. Les flux sont perçus immédiatement après la mise en œuvre des projets. Ensuite les entreprises disparaissent.

partenaire financier existant, entretenant une relation commerciale antérieure aux demandes de financement. Celui-ci peut bénéficier d'un coût marginal d'évaluation inférieur à celui de ses concurrents – c'est-à-dire qu'il peut estimer la probabilité de la qualité d'un projet plus précisément (la fonction de distribution de la qualité des projets : p). Au niveau informationnel, la firme est capturée (*lock in*) par celui avec qui elle a déjà réalisé une relation contractuelle.

La décision de financement de l'entreprise peut être représentée comme un choix entre un contrat avec le partenaire financier existant ou un financement sur le marché avec un nouvel intermédiaire. Le changement d'intermédiaire financier peut engendrer un coût de financement supplémentaire pour l'entreprise émettrice – le coût de la recherche d'information engagé par le nouvel intermédiaire financier afin d'évaluer la qualité des projets à financer. L'hypothèse d'asymétrie d'information suppose que la rente susceptible d'être obtenue par le partenaire existant est, au maximum, égale au coût d'information d'un autre intermédiaire sur le marché correspondant au coût de financement $(1-\delta)$[165].

Le profil des flux de liquidités est le suivant : $V^b_\upsilon = (1-\delta).\lambda.\mu$ représentant les flux de liquidités versés par l'entreprise qui possède un projet de qualité μ à l'intermédiaire financier quelle que soit la nature du financement utilisé. Un financement par fonds propres de l'investissement peut être obtenu par l'entreprise en vendant à un investisseur, $\alpha(\mu)$, une proportion de la valeur de la firme $(I + \lambda.\mu)$. Un financement par dette de l'investissement peut être obtenu, en contractant auprès d'un intermédiaire financier, une dette dont la valeur actuelle est F. Pour un montant d'investissement donné, le Graphique n° 10 représente la liaison entre la participation au capital à céder et le montant de dette à souscrire en fonction de la qualité intrinsèque du projet à financer. Pour une entreprise dotée d'un projet de qualité l (respectivement h), l'équilibre comptable des flux de liquidités, donné par l'Équation n° 24 (l'Équation n° 25), est représenté graphiquement par la courbe AEB (CED).

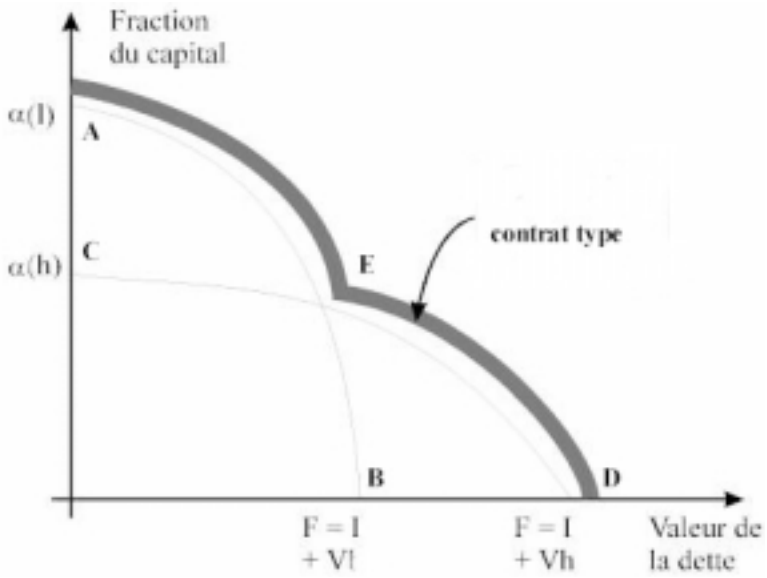
[165] En présence d'asymétrie informationnelle, l'entreprise est seule à connaître la qualité de son idée (sa profitabilité et la qualité de son projet). L'investissement dans la surveillance de l'entreprise permet à un intermédiaire financier d'appréhender seulement la probabilité p de la distribution des projets de qualité inférieure. De surcroît, le coût de financement $(1-\delta)$ est constant et indépendant de la qualité du projet à financer car il est déterminé afin d'éliminer le coût de sélection adverse (1993, p. 228).

Équation n° 24 : $F + \alpha(I + \lambda l - F) = I + (1-\delta)\lambda l$

Équation n° 25 : $F + \alpha(I + \lambda h - F) = I + (1-\delta)\lambda h$

La participation à vendre est $\alpha(\mu) = {I + (1-\delta)\lambda\mu} / {I + \lambda\mu}$, décroissant avec l'augmentation de la qualité du projet ($\delta\alpha / \delta\mu < 0$). Dans le cas d'un financement par emprunts, les flux de financement destinés à l'intermédiaire sont égaux à $(1-\delta)\lambda\mu + I$; ils sont croissants avec la qualité du projet. Les équations n°19 et 20 déterminent un équilibre séparant car $\alpha(h)<\alpha(l)$ et $(1-\delta)\lambda h>(1-\delta)\lambda l$.

Graphique n° 10 : Forme de l'offre de financement et valeur des titres financiers (source : Berkovitch et Narayanan, 1993, p. 229)



Légende : Dans un équilibre séparant, la qualité d'un projet à financer est signalée à partir de la nature du financement retenu ; les entreprises détenant des projets de type L acceptent des contrats sur le segment AE de la courbe grasse (contrat type) et celles dotées projets de type H acceptent des contrats sur le segment ED de cette courbe. Une entreprise dotée d'un projet de qualité supérieure (*h*) n'a aucune incitation à imiter une entreprise dotée d'un projet de qualité inférieure (*l*) en émettant des actions. Dans ce cas, le projet est signalé comme de qualité inférieure et l'entreprise devrait vendre une proportion plus importante de son capital (la van du projet) aux intermédiaires financiers. L'entreprise dotée avec un projet de qualité inférieure préfère le financement par fonds propres car si elle émet de la dette, son projet sera identifié comme de qualité supérieure et le montant à rembourser sera plus important.

La nature du financement proposée par les intermédiaires financiers peut être un équilibre de signalisation séparant, c'est-à-dire tel que les entreprises ne sont pas intéressées à s'en éloigner.

2/ Propositions de financement des intermédiaires et choix de financement des entreprises

Les intermédiaires financiers, qui cherchent à appréhender la qualité intrinsèque des projets à financer, établissent une proposition de financement (F ; α) comprenant le montant de dette à émettre – les modalités de remboursement à effectuer – et une proportion du capital à vendre – la part des résultats à distribuer. Les contrats proposés sont établis de telle manière que $\alpha(h) < \alpha(l)$ et $V^b_h > V^b_l$. Les caractéristiques de ces contrats de financement sont représentées par la courbe en gras sur le Graphique n° 10. Le contrat de financement est déterminé tel que l'entreprise est incitée à choisir le contrat approprié à la qualité du projet qu'elle possède, c'est-à-dire que le couple de valeurs ($F;\alpha$) – la structure de financement – appartient à AED. Il existe un équilibre séparant dans le sens où les entreprises ont intérêt à financer un projet de qualité h avec proportionnellement plus de dettes qu'un projet de qualité l. Cette proposition découle du système d'Équation n° 26 et 22 représentant les incitations des entreprises.

Soit $V^f(\mu ; F ; \alpha) = (1 - \alpha).(I + \lambda\mu - F)$ la valeur des titres des actionnaires compte tenu de la qualité d'un projet détenu ($\mu = h$ ou l), du montant de la dette émise et de la fraction du capital cédée.

Équation n° 26 : $V^f(h ; F ; \alpha \mid (F ; \alpha) \in ED) > V^f(h ; F ; \alpha \mid (F ; \alpha) \in AE)$

Équation n° 27 : $V^f(l ; F ; \alpha \mid (F ; \alpha) \in AE) > V^f(l ; F ; \alpha \mid (F ; \alpha) \in ED)$

Pour conclure, les choix de financement des entreprises sont supposés dépendre de la qualité intrinsèque de leurs projets. Les entreprises dotées de projets de qualité inférieure préfèrent se financer en émettant des actions nouvelles en raison des économies de coûts qui résultent de l'adaptation de la structure de financement à la

qualité du projet. Si la qualité moyenne d'un portefeuille de projets dépend du contexte économique dans lequel s'effectuera leur exploitation, les choix de financement des entreprises sont liés au contexte économique.

* * *

* *

*

Les prédictions du modèle sont de deux ordres, elles portent sur le volume de financement externe et sa nature. La première proposition du modèle est que le montant de financement externe sur le marché est positivement associé à l'activité macro-économique en raison de l'accroissement du nombre d'opportunités d'investissement exercées par les entreprises. Cependant, cette relation dépend du statut accordé aux actifs en place dans le modèle et en particulier du comportement d'autofinancement selon la phase du cycle. En intégrant les flux internes, les auteurs notent que lors des phases de croissance à taux réduit, le montant de financement demandé par les entreprises sur le marché peut se réduire si les flux internes augmentent plus rapidement que les besoins liés à l'investissement[166]. Les entreprises peuvent poursuivre leur effort d'investissement sans avoir à recourir aux financements externes durant les périodes de croissance économique relativement faible. À l'identique, au moment d'un ralentissement de la croissance économique à l'approche d'un pic conjoncturel, les réserves financières étant importantes et les besoins de financement nécessaires à l'investissement étant faibles, le financement externe des entreprises peut être relativement peu important eu égard à leur activité, l'entreprise finançant ses nouveaux projets par fonds internes (la réduction du financement externe est rapide).

La seconde hypothèse du modèle s'appuie sur deux propositions :

- Proposition 1 (comportement d'investissement) : Durant le déroulement d'une phase de croissance, la qualité moyenne des projets d'investissement mis en œuvre par les entreprises à chaque période est plus faible que celle des projets de la période précédente.

[166] Si les dirigeants financent les projets les plus risqués et dont la qualité est la plus faible par fonds propres internes, l'endettement pourrait augmenter durant les périodes neutres économiquement.

- Proposition 2 (comportement de financement) : Compte tenu de la nature des contrats de financement proposés par les intermédiaires afin de déceler la qualité des opportunités d'investissement, les projets de qualité inférieure sont financés par actions et les projets de qualité supérieure le sont par dettes.

Comparativement aux périodes de récession, les structures de financement des entreprises incorporent une proportion plus importante de fonds propres durant une expansion économique dans la mesure où les investisseurs anticipent que les dirigeants de celles-ci vont mettre en œuvre des investissements d'une qualité intrinsèquement inférieure. En d'autres termes, les fonds propres externes sont la source de financement « préférée » par les entreprises durant les phases d'expansion en raison de la qualité de leurs projets à entreprendre.

Les prédictions du modèle sont compatibles avec celles de Choe *et al*. (1993) ou de Bayless et Chaplinsky (1996) et de Krainer (1992). Les émissions d'actions sont plus fréquentes lors des phases d'expansion économique. Avec l'amélioration des conditions économiques, la probabilité de l'annonce d'une émission d'actions s'accroît. Dans le modèle, cette proposition se traduit par la baisse de α lorsque λ augmente sachant que α est de la forme de $I / I + \lambda\mu$. Une diminution de l'ouverture du capital de l'entreprise durant les périodes d'expansion économique peut l'inciter à privilégier l'émission d'actions. Par ailleurs, si cycle économique et cycle boursier sont interdépendants, les émissions d'actions sont plus fréquentes, et les structures de financement des entreprises moins endettées, après une augmentation des cours des titres sur le marché boursier. Enfin, les prédictions sont proches de celles de Krainer en rapprochant la réduction de la qualité des projets entrepris en période d'expansion à l'augmentation du risque d'exploitation.

Cependant, des limites peuvent apparaître sur les plans théorique et empirique. Sur le premier plan, deux questions apparaissent. D'abord, les investissements peuvent-ils être élaborés indépendamment des conditions macro-économiques ambiantes ? Les travaux de Berkovitch et Narayanan suggèrent que les investissements réalisés durant une période de croissance économique sont moins nouveaux qu'anciens, n'attendant qu'un contexte économique plus favorable. Ensuite, les dirigeants ont-ils intérêt à suivre

la politique de financement proposée par les intermédiaires financiers, notamment s'ils désirent se soustraire à la contrainte des partenaires financiers éventuellement à partir de l'autofinancement ? Sur le second plan, une interrogation apparaît sur la possibilité de confronter la théorie dans un environnement économique caractérisée par une croissance positive mais fluctuante (par exemple la France de 1945 à 2002). En effet, la théorie présentée est fondée sur le niveau absolu de l'activité macro-économique. Les propositions formulées par Berkovitch et Narayanan appellent des tests empiriques essentiellement fondés sur des différences de moyennes de politiques d'investissement et de financement entre les phases du cycle économique. Même si l'approche consiste à observer l'investissement des entreprises et la rémunération des partenaires financiers durant le cycle économique (distribution de dividende, ouverture du capital, frais financiers/résultat d'exploitation), le problème réside dans l'observation de la qualité intrinsèque des projets mis en œuvre. Cette théorie est difficilement testable en raison de l'absence d'estimateur empirique de celle-ci. Qui plus est, les estimateurs éventuellement proposés peuvent être liés aux conflits d'intérêts entre les partenaires financiers eux-mêmes.

Au final, l'apport explicatif de la théorie exposée est contraint par la limitation selon laquelle les choix de financement de l'équipe de direction de l'entreprise restent du domaine de prédilection de ses partenaires, alors que la diversité des argumentations proposées jusqu'ici suggère que les déterminants des choix de financement peuvent évoluer au cours du temps selon le cycle économique. Ils pourraient alors sortir du champ d'action des actionnaires pour être maîtrisés par les dirigeants.

Section 4 : Fluctuations économiques, comportements des dirigeants et décisions de financement

La considération du statut du dirigeant d'entreprise semble être une limite des modélisations proposées des décisions financières. Afin d'étudier les conséquences de son introduction, les modèles de la littérature financière peuvent être globalement répartis en deux catégories selon qu'ils considèrent l'exogénéité de l'investissement et qui maîtrise la politique de financement. Dans la première, le dirigeant est supposé choisir les projets dans un ensemble déterminé en dehors de l'action des partenaires, et il se dégage de l'analyse que la discrétion, dont il dispose pour proposer, mettre en œuvre les investissements et choisir la nature des ressources nécessaires, est limitée par les contraintes exercées par les différents mécanismes de *gouvernance*. La seconde approche, privilégiée maintenant, suppose que les décisions de financement résultent des politiques organisationnelles des dirigeants afin d'accroître à l'avenir leur espace discrétionnaire. L'implication clef de la problématique est que l'analyse selon l'état de la conjoncture sur le marché des biens et services permet de confronter ces deux thèses, sur le plan théorique.

L'objectif de cette section est d'étudier l'évolution de l'espace discrétionnaire du dirigeant selon l'état de la conjoncture économique puis d'en déduire des régularités testables sur le plan de la politique de financement. La proposition soutenue ici est que la recherche d'un accroissement de la latitude discrétionnaire conjointement à la réalisation d'une phase de croissance économique entourant le déroulement des contrats financiers, incite le dirigeant à choisir les financements évitant d'augmenter la contrainte disciplinaire exercée par les partenaires, ceux dont tant la collecte que la rémunération des flux de fonds sont manipulables selon la conjoncture économique. D'une part, le nombre et la nature des investissements entrepris par une firme, puis la disponibilité en interne de ressources financières, sont censés dépendre du contexte économique sur les marchés des biens et services nationaux et internationaux. D'autre part, l'accessibilité à des ressources financières externes et l'effectivité d'un contrôle ou le caractère disciplinaire des contraintes exercées par leurs apporteurs sur le comportement d'un dirigeant sont supposées dépendre des fluctuations macro-économiques, notamment *via* les variations de l'activité de la firme elle-même.

La volonté de placer le dirigeant au centre des contrats conduit à modéliser la politique de financement, dans une première sous-section à travers la perception de sa capacité d'autofinancement disponible dans le futur selon le contexte économique anticipé (§A). La réflexion porte dans une seconde sous-section sur la manière dont les partenaires peuvent agir et réagir, notamment sur le plan financier (§B). Les prédictions financières seront proposées en guise de conclusion.

A) Perception par le dirigeant de son espace décisionnel durant le cycle d'affaires à travers sa capacité d'autofinancement

L'objectif ici est d'éclairer les liens entre la marge de manœuvre dans les négociations des contrats (d'investissement et de financement) et le contexte économique entourant la réalisation des transactions, en considérant dans un premier temps que les contraintes sur les décisions du dirigeant exercées par les partenaires financiers sont constantes et données. Sous cette condition de statique comparative, la proposition soutenue ici est que la marge discrétionnaire des dirigeants s'accroît durant les phases de croissance de l'activité macro-économique et se réduit durant les phases de récession, car outre la dimension liée à l'investissement (présentée dans les sections précédentes), les fluctuations économiques peuvent influer sur la capacité de financement de l'entreprise.

Les fluctuations du niveau d'activité macro-économique sur le marché des biens et services sont censées se transmettre intégralement à la trésorerie d'exploitation des entreprises. L'activité de l'entreprise sur le marché des biens et services participe aux mécanismes encadrant la latitude discrétionnaire des dirigeants, dans la mesure où les fluctuations macro-économiques influent sur l'autofinancement disponible (si l'architecture organisationnelle ne réagit pas à l'évolution du contexte). À supposer que le résidu des flux de liquidités non affecté et disponible pour le dirigeant représente la

différence entre la valeur créée et les rémunérations versées aux partenaires[167], et qu'une proportion de celles-ci est partiellement indépendante de son niveau d'activité, la marge discrétionnaire augmente, *ceteris paribus*, durant le déroulement d'une phase d'expansion en raison des flux de liquidités internes plus abondants. L'autofinancement disponible détermine la marge de manœuvre et le montant de financement externe à obtenir.

L'augmentation des fonds internes avec la réalisation de la croissance économique est supposée réduire la dépendance envers les apporteurs de ressources financières externes. De surcroît, un dirigeant est censé se soustraire à l'exercice d'un contrôle d'un partenaire particulier d'autant plus qu'il parvient à le désintéresser grâce à un excédent de trésorerie discrétionnaire, au sens de non affecté. À l'inverse, la faiblesse de la trésorerie d'exploitation durant la récession peut le contraindre à se présenter plus fréquemment sur le marché financier et inciter le partenaire qui obtient une rémunération inférieure à son coût d'opportunité à exercer un contrôle.

En supposant le caractère contraignant de la régularité du décaissement des remboursements d'emprunts, un dirigeant devrait destiner l'excédent de la capacité d'autofinancement lié à la réalisation d'une phase de croissance aux remboursements des dettes financières antérieures (H6.a)– et éventuellement à favoriser les fonds propres lors de la recherche de financement externe (H6.b).

Cette approche, fondée sur les hypothèses traditionnelles, semble limitée par l'indépendance, supposée en statique comparative, entre les contraintes des partenaires et la disponibilité de flux de trésorerie. D'abord, le niveau de rentabilité réalisée de l'exploitation détermine directement la part de la valeur créée qui revient à chaque partenaire, donc son intérêt à pratiquer un contrôle si celle-ci s'éloigne de son exigence ou coût d'opportunité. Enfin, la politique de financement mise en œuvre par le dirigeant

[167] La latitude du dirigeant peut être évaluée par un indicateur relatif de l'excèdent de trésorerie. Pour Charreaux et Desbrières (1998), la discrétion managériale peut être mesurée à partir de la différence entre les revenus et la rémunération des fournisseurs de ressources, c'est-à-dire la part du revenu qui n'est pas affectée à un usage particulier. Sans tenir compte des ressources non monétaires, elle peut être estimée par les flux de trésorerie résiduels. La portée de l'estimateur empirique de l'excédent de trésorerie d'exploitation pourrait être élargie en considérant d'abord les stocks de flux de trésorerie et ensuite la variabilité des flux.

peut affecter, dans le futur, à la fois la disponibilité de flux de trésorerie et la contrainte des partenaires, dans une optique dynamique supposant des boucles de rétroaction. Charreaux (1997) suggère que les décisions de financement peuvent viser à substituer les contraintes des partenaires. Les travaux de Wirtz (2002) soulignent les conséquences des actions d'un dirigeant sur la *gouvernance* de son entreprise et sur le système de gouvernement d'entreprises dans son ensemble. Le débat est donc déplacé, vers l'influence des fluctuations économiques sur les contraintes exercées par les partenaires, et sur la façon dont le dirigeant procède au choix de ses partenaires financiers en fonction de son anticipation du contexte économique, afin d'en réduire la discipline.

B) Choix de partenaires financiers selon les différentes phases du cycle économique et les objectifs des dirigeants

Les fluctuations économiques sont censées exercer un double effet sur la marge discrétionnaire d'un dirigeant : un effet direct *via* l'autofinancement de l'entreprise et la nature de ses investissements, puis un effet indirect en influant sur l'accessibilité à une ressource financière particulière et sur la force des contraintes exercées par son fournisseur. Le dirigeant est supposé avoir intérêt à choisir ses partenaires financiers et les caractéristiques des contrats, selon la possibilité d'y accéder et de la discipline potentielle en découlant, selon la conjoncture économique. *Primo*, l'accès à des ressources externes pouvant être rapidement mobilisées auprès des partenaires financiers – actuels ou potentiels – de la firme peut dépendre du contexte économique. Ainsi, la variabilité du niveau d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier semble liée au climat sur le marché des biens et services, selon le modèle développé dans le premier chapitre. Par ailleurs, le rationnement du crédit au plan macro-économique est historiquement marqué par la morosité de la conjoncture des affaires, selon le schéma rappelé dans le second chapitre. Cependant, la réflexion porte sur le financement des organisations, afin de formuler les hypothèses au niveau micro-économique. *Secundo*, l'occurrence d'un contrôle (interne par le conseil d'administration ou externe, par ex. les OPA ou les procédures de règlement judiciaires) par les partenaires peut dépendre de la conjoncture macro-économique (Morck, Shleifer et Vishny, 1989 ; Shleifer et Vishny, 1992). L'idée soutenue ici est que le

fonctionnement des mécanismes de ratification et de contrôle peut être affecté lui aussi par les successions de phases de prospérité et de dépression[168]. Au total selon ces trois dimensions – accessibilité, intérêt d'une substitution, contrainte des partenaires – l'interrogation est la suivante : un dirigeant supporte-t-il moins de contraintes de la part de ses actionnaires et de ses créanciers lorsque les marchés économique et boursier se « portent bien », l'incitant à choisir telle ou telle source de financement selon leurs réactions ?

Cette sous-section donne la priorité à la nature du financement afin d'émettre des hypothèses testables, en considérant l'influence, en premier lieu, de l'accroissement de la capacité d'endettement de l'entreprise, et en second lieu, de la fenêtre d'opportunité sur le marché boursier, sur la marge discrétionnaire durant la période d'expansion économique.

1/ Latitude managériale et capacité d'endettement de l'entreprise selon le cycle économique

La capacité d'endettement d'une firme[169] peut dépendre de la valeur de ses actifs patrimoniaux (et de ses projets d'investissement) et de leur risque d'exploitation, lesquels évoluent selon le cycle d'affaires. L'accessibilité à la ressource financière que constitue l'endettement, doit être complétée par l'analyse de l'intérêt du dirigeant à l'utiliser et de celui de ses partenaires à en contrôler l'utilisation.

D'une part, si la valeur des actifs des entreprises est positivement associée à la conjoncture économique, alors les garanties des prêts devraient être plus importantes ; ce qui facilite l'obtention des ressources durant les périodes économiquement actives – hypothèse traditionnelle dans les modèles de rationnement du crédit (Bernanke et

[168] L'influence des fluctuations économiques sur les différentes dimensions des choix d'investissement des entreprises (rentabilité, risque, spécificité, qualité) a été présentée, dans le chapitre précédent, à partir des étapes d'initiation et de mise en œuvre du processus organisationnel des organisations de Fama et Jensen (1983).

[169] Selon Levasseur et Quintart (2000, p. 1), la capacité d'endettement traduit la possibilité d'emprunter sur le marché financier et la quantité (éventuellement maximale) de dettes que, soit les prêteurs sont disposés à accorder, soit les dirigeants se permettent de contracter.

Gertler, 1989) ou de bulles spéculatives du crédit (Agluietta, 1993). Selon Shleifer et Vishny (1992), un contexte favorable favorise la liquidité des actifs sur leur marché secondaire et tend à réduire leur spécificité ; la capacité d'endettement de l'entreprise devrait s'accroître durant l'expansion économique. Pour les partenaires financiers, le coût des ventes forcées d'actifs dépend de la valeur de cession des actifs, liée positivement à la croissance économique. Selon eux, « la liquidité des actifs crée la capacité d'endettement des entreprises car ils sont de meilleurs garanties »[170]. Ils supposent que premièrement, la liquidité des actifs réduits les coûts de faillite pour les partenaires. Secondement, ils reprennent l'argument de Williamson (1988) selon lequel les actifs présentant des usages alternatifs à leur utilisation actuelle peuvent être avantageusement « gouvernés » par des contrats de dettes. D'autre part, l'analyse de l'effet de levier d'exploitation développée précédemment suggère une association négative entre le contexte économique et le risque d'exploitation des actifs. Selon Stiglitz (1992, b), l'accroissement de la probabilité de défaut des crédits accordés ou à accorder et du nombre d'agents attirés par le risque parmi les demandeurs de crédits en période de récession, peut conduire les créanciers à limiter leur activité de prêts aux entreprises. À l'inverse, la faiblesse du risque durant les phases d'expansion peut augmenter la capacité d'endettement de l'entreprise auprès de ses créanciers.

Si les contrats de dettes constituent une source de financement substituable aux autres, plus la capacité d'endettement de l'entreprise augmente avec la réalisation de la croissance économique, plus la marge discrétionnaire de son dirigeant augmente *ceteris paribus*. Pour lui, l'intérêt supposé d'une substitution entre les sources de financement est de réduire la contrainte exercée par une catégorie de partenaires financiers[171]. Selon Charreaux (1997), les contrats de prêts laissent plus d'espace discrétionnaire au dirigeant, notamment durant les phases du cycle économique où l'activité est élevée, car

---

[170] P.1358 : « *asset liquidity creates debt capacity because liquid assets are in effect better collateral.* »

[171] Des complémentarités entre les objectifs du dirigeant sont probables. La contractualisation de financement auprès des établissements de crédit afin de couvrir le besoin de financement externe est supposée limiter la dilution des droits de votes et réduire la probabilité d'occurrence d'une OPA sur le marché boursier. L'endettement peut permettre de signaler la qualité de sa gestion sur le marché financier et le protéger des OPA. Le maintien d'un certain niveau de risque peut contribuer à éloigner des concurrents de la gestion de la firme, dans la mesure où les contrats sont marqués par l'asymétrie d'information.

les flux de liquidités collectés auprès des créanciers limitent les demandes auprès des actionnaires. De plus, il serait contraint, si les mécanismes de contrôle fonctionnent efficacement, à verser plus de flux de rémunération aux actionnaires qu'aux créanciers[172]. Les contrats de financement signés avec les créanciers définissent une rémunération fixe, indépendante de l'activité, et connue à l'avance. Au total, si le dirigeant à la possibilité d'altérer la forme de la *gouvernance* financière de l'entreprise, son intérêt est de substituer des dettes financières aux fonds propres externes au début et durant les phases de croissance macro-économique.

Cependant, le recours à une source de financement devrait accroître la dépendance du demandeur (le dirigeant) envers le détenteur de la ressource (le créancier). Or durant les périodes d'expansion, les contraintes susceptibles d'être exercées par les créanciers sont supposées être moins fortes. Si les créanciers financiers exercent un contrôle sur l'activité de l'entreprise essentiellement lorsque la probabilité de non-remboursement d'un prêt est affectée par le comportement de ses dirigeants, l'effectivité dépend du niveau d'activité de l'entreprise, liée à l'activité macro-économique. En effet, plus le niveau d'activité est important, plus la rotation de l'actif de l'entreprise est élevée et, par conséquent, plus la rentabilité économique est élevée moins l'incitation à contrôler est forte (à taux de marge constant, plus le risque que la rentabilité économique soit inférieure au service de la dette diminue à frais financiers constants). En d'autres termes, la croissance économique, lorsqu'elle permet d'augmenter la rentabilité d'exploitation au-delà du coût de la dette est supposée réduire la dépendance du dirigeant à ses créanciers. Werin et Wijkander (1992, p. 237) soutiennent que les entreprises sont moins dépendantes d'une ligne de crédit lorsque les profits (l'autofinancement) sont importants qu'autrement, car elles sont moins incitées à tricher et le coût de contrôle pour les créanciers est plus faible, si la proportion de financement par fonds propres est augmentée. Selon Bernanke et Gertler (1989), les coûts de contrôle, supportés par les créanciers, de la rentabilité des projets mis en œuvre sont moins importants lors des périodes de croissance économique en raison de la qualité des sûretés engagées dans les opérations financières (dont la valeur est liée à l'activité macro-économique).

[172] En considérant que le coût des fonds propres externes est plus élevé que celui de la dette financière (théorie du financement hiérarchique).

Au total, l'étude des trois arguments présentés conduit à émettre l'hypothèse selon laquelle un dirigeant peut favoriser un financement auprès des créanciers, car outre **l'accessibilité** plus facile aux flux d'endettement potentiels et le bénéfice personnel probable d'une **substitution** entre les sources de financement, une diminution de la **contrainte** des créanciers est supposée durant l'expansion économique. Autrement dit, un dirigeant poursuivant l'objectif d'augmenter son espace discrétionnaire pourrait profiter de l'anticipation d'une croissance économique pour préférer les financements en provenance des créanciers, afin de limiter l'appel aux actionnaires, car le niveau de rentabilité anticipé lui permettra de les désintéresser plus facilement. Mais qu'en est-il des incitations des actionnaires ? Notamment si le dirigeant est désireux de profiter d'une « fenêtre d'opportunité » sur le marché boursier pour placer de nouveaux titres de propriété de leurs entreprises.

2/ Latitude managériale et fenêtre d'opportunité d'émissions d'actions sur le marché boursier durant les périodes de croissance économique

L'information concernant l'activité sur le marché primaire n'est pas dénuée de sens pour les services financiers des grandes entreprises. Le niveau d'activité sur le compartiment primaire peut informer sur le contexte boursier ambiant : (i) Quelle est sa capacité à absorber de nouveaux titres ? (ii) Est-ce une opération favorable au dirigeant ? (iii) Les phases de concentrations des émissions sur le compartiment primaire sont-elles des périodes où les actionnaires seraient moins vigilants, moins enclins au contrôle du dirigeant ? Ce paragraphe permet d'effectuer un parallèle avec les fonds empruntés, selon les trois dimensions discutées précédemment : l'accès, l'intérêt du dirigeant et la réaction des partenaires.

La prépondérance de l'évolution des cours dans la décision d'émettre de nouvelles actions des entreprises, soulignée dans le premier chapitre, suggère une corrélation positive entre le volume d'activité sur le compartiment primaire et la valeur des titres, traduisant la facilité à vendre des actions durant un marché haussier (H1). De plus, si le coût de sélection adverse diminue avec la croissance économique, alors la réaction des cours à l'annonce d'émissions d'actions devrait être moindres durant

l'expansion (H2). En effet, les entreprises sont supposées parvenir à émettre des titres sur le marché à un prix élevé (un taux de rentabilité attendu faible) en subissant un effet d'annonce moindre. Le dirigeant est supposé accéder plus facilement à des ressources plus importantes et moins onéreuses, lorsque la fenêtre est ouverte.

À supposer le caractère contraignant des contrats signés avec les créanciers, le dirigeant pourrait être tenté de substituer des actions aux dettes durant la fenêtre d'opportunité boursière, si et seulement si, la menace d'un contrôle des actionnaires est moindre durant cette période (puisqu'il est supposé *supra* que la contrainte des créanciers est plus faible et que l'autofinancement est plus important durant l'expansion). Le fonctionnement des mécanismes de contrôle des dirigeants pour les actionnaires dépend-il de l'environnement économique ? Le contrôle des actionnaires est-il plus ou moins fort selon la phase du cycle d'affaires considérée ? Diverses positions peuvent être tenues.

La contrainte des dirigeants peut se réduire avec l'expansion économique dans plusieurs configurations. Si, durant les périodes d'expansion économique, l'attention des actionnaires est inversement proportionnelle aux cours boursiers (les plus-values potentielles étant importantes), l'incitation au contrôle peut être plus faible car une rémunération minimum équivalente à celle requise est assurée par le dirigeant. L'accès au marché boursier peut éventuellement être le moyen de s'adresser à de nouveaux partenaires financiers ou de réaliser des opérations de fusions acquisitions, qui contribuent à modifier la géographie du capital de l'entreprise, en faveur de nouveaux investisseurs moins contraignants. Le niveau élevé des cours représente en quelque sorte la « provision des chèques » qui servent à financer les opérations de fusions et d'acquisitions par échanges de titres[173]. Une autre démarche consiste à étudier les coûts de contrôle selon l'état de la conjoncture économique. Si les fluctuations macro-économiques influent sur le niveau des coûts de contrôle des dirigeants – notamment

[173] Novaes et Zingales (1995) supposent que l'exercice d'un contrôle par les actionnaires dépend de son coût. Ils suggèrent que les dirigeants devraient sur (sous) endetter leur entreprise lorsque le coût personnel des OPA est élevé (faible).

lors des décisions de ratification et de surveillance, l'incitation qu'ont les partenaires à exercer ce contrôle dépend de la conjoncture[174].

Néanmoins, la principale limite de cette démarche repose sur le lien entre le risque de spoliation des intérêts des actionnaires par le dirigeant et le cycle économique. Si ce risque ne dépend pas de la conjoncture économique, pourquoi les actionnaires exerceraient-ils un contrôle différent, sachant le niveau de la capacité d'autofinancement et d'endettement de l'entreprise ? Contrairement aux créanciers, leur exigence consiste à maximiser la valeur des titres quel que soit l'état de la conjoncture. Qui plus est, la politique de financement du dirigeant visant à endetter l'entreprise pourrait être compatible avec les intérêts des actionnaires (la valeur des titres), en considérant l'arbitrage traditionnel entre le coût d'agence de la discrétion managériale et le coût d'agence de la dette. L'augmentation des flux de liquidités durant la croissance conduit à anticiper des coûts de surinvestissement plus importants durant cette période, à opportunités d'investissement constantes, car cette source de financement permet aux dirigeants de poursuivre des politiques différentes de celles souhaitées par les actionnaires. À l'opposé, si la valeur des opportunités de croissance augmente dés la sortie de la récession, les actionnaires sont potentiellement dans une situation de sous-investissement. Néanmoins, ils peuvent avoir atteint leur objectif (selon lequel la dette joue un rôle de contrôle *ex ante*) si le dirigeant parvient à impliquer les établissements de crédit dans les projets dont la VAN est positive. Cependant, les opportunités susceptibles d'être financées par dettes (risques faibles par exemple) ne sont pas nécessairement celles qui maximisent l'intérêt des actionnaires (en élargissant les dimensions).

---

[174] La littérature stratégique suggère que les agents ont intérêt à utiliser telle ou telle modalité de contrôle (ou forme organisationnelle) selon l'état de l'environnement (hypothèse d'adaptation). Le premier exemple porte sur la séparation fonctionnelle, le second sur la structure de propriété. La théorie de l'agence soutient que la séparation des fonctions de propriété et de contrôle est censée réduire les coûts d'agence liés à la divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et qu'un conseil d'administration indépendant permet d'aligner leurs intérêts. Cependant, Boyd (1995) suppose que plus l'environnement économique est incertain (le dynamisme, la complexité, l'abondance des ressources…), plus l'intérêt à concentrer les fonctions est fort. En considérant que la performance des organisations résulte de la colocalisation de l'information spécifique et des droits décisionnels sur l'allocation des ressources, adjointe à un système de contrôle et d'incitation adéquat, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration est censé réduire le temps de réponse de l'entreprise face à des changements de l'environnement, en raison de la concentration de l'information spécifique à l'intérieur de l'organe de ratification.

* * *

* *

*

Au total, cette section a mis en évidence les différentes dimensions de l'espace discrétionnaire sur lesquelles les fluctuations économiques sont censées exercer une influence : les opportunités de financement des dirigeants sont censées être plus nombreuses durant la phase d'expansion du cycle d'affaires. De plus, les contraintes traditionnellement attribuées aux contrats de financement sont supposées être plus faibles durant cette période de l'histoire économique[175].

Qui plus est, la réponse à la problématique visant à identifier les intérêts des dirigeants à choisir leurs financements est la suivante, selon l'approche théorique organisée dans cette section. Les dirigeants d'entreprises, poursuivant un objectif d'élargissement de leur marge discrétionnaire, devraient chercher à augmenter le financement interne durant les phases de croissance économique, suggérant une association (et une interaction) positive entre l'économie et l'autofinancement disponible. L'analyse théorique proposée conclut aussi qu'ils peuvent avoir intérêt à se financer à l'extérieur de l'entreprise durant les phases de croissance de l'activité macro-économique, car cela permet d'organiser une substitution entre les sources de

[175] La plupart des arguments avancés restent valides en considérant la récession économique (voir la fin de l'article de Shleifer et Vishny (1992) sur la question). Le niveau des flux de liquidités résiduels se réduit au fur et à mesure que le niveau d'activité se rapproche du montant des charges fixes comprises dans les coûts de production et de transaction. Bien que cela ne soit pas une condition suffisante, un résultat comptable nul conduit à un faible autofinancement, et à une dépendance accrue envers les partenaires pourvoyeurs de fonds. Pour les dirigeants, les possibilités de (re)négocier les contrats de financement en cas de difficultés économiques peuvent être réduites. Les établissements de crédit semblent rationner le crédit aux entreprises durant les périodes économiquement difficile et préférer les placements les plus surs. Les rééchelonnements de la dette des sociétés peuvent être entravés par la faiblesse de la valeur des actifs sur le marché secondaire. Enfin, les cessions d'actifs visant à générer des flux de liquidités peuvent être difficiles à réaliser dans des conditions favorables durant les périodes où la plupart des entreprises supportent des difficultés de trésorerie. Les placements d'actions peuvent être difficiles en raison de la dilution potentielle de la participation des actionnaires existants en cas d'émissions à un cours faible et de la frileusité du marché boursier à des opérations d'envergure. De plus, les dirigeants peuvent être personnellement réticents à émettre des droits de vote lorsque les cours sont faibles.

financement afin d'aménager les contraintes des contrats de financement[176]. Cependant, les diverses causalités proposées soulignent la difficulté à émettre une hypothèse quant à la forme de ce financement externe. Si la contrainte exercée par les actionnaires présente un caractère constant et celle des créanciers diminue, l'anticipation par le dirigeant d'une période de croissance prolongée de l'activité macro-économique devrait le conduire à favoriser les financements collectés sous formes de dettes. *A contrario*, une anticipation d'une phase de croissance d'un cycle court devrait le conduire à préférer un financement sous forme d'actions, en considérant le caractère contraignant de la dette pendant les périodes de dépression.

Au total, **à supposer que le financement par fonds collectés sous formes de dettes est moins contraignant que le financement par fonds propres durant les périodes de croissance de l'activité de l'entreprise, il devrait en résulter que la politique de financement des dirigeants est tournée vers les fonds empruntés en raison de l'accroissement des flux (internes et d'endettement) potentiels, associé aux bénéfices d'une substitution entre les sources de financement[177], par opposition aux périodes de récession (H7).**

Néanmoins, plusieurs argumentations conduisent aussi à prédire alternativement un recours plus important de la dette financière par les dirigeants durant les périodes d'expansion économique, notamment en considérant la diversité de leurs objectifs. Elles sont de trois ordres : la spécificité des actifs, le niveau de risque et la contrainte financière. D'abord, les variations des valeurs de liquidation des actifs patrimoniaux sur les marchés secondaires pourraient limiter l'influence de la stratégie de développement du degré de spécificité des actifs de l'entreprise, censée être mise en œuvre par les dirigeants durant l'expansion, sur les coûts des partenaires financiers. La réalisation

[176] L'analyse est compatible avec celle de Charreaux (1997) selon lequel le choix d'une politique de financement sert la stratégie d'enracinement. « L'autofinancement ou une augmentation de capital permet d'accroître la masse de capitaux à la disposition du dirigeant, et donc sa capacité à extraire des rentes. ». De plus, ce choix peut participer à l'aménagement de la *gouvernance*.

[177] Un dirigeant poursuivant l'objectif d'augmenter son espace discrétionnaire pourrait profiter de l'anticipation d'une croissance économique pour préférer les financements en provenance des créanciers, afin de limiter l'appel aux actionnaires, car le niveau de rentabilité anticipé lui permettra de les désintéresser plus facilement.

d'une phase de croissance prolongée intensifierait l'attrait de la dette financière comme structure de *gouvernance* williamsonnienne adaptée.

Ensuite selon Levy (2001), la réduction du risque d'exploitation, résultante de la croissance de l'activité macro-économique, pourrait conduire un dirigeant, s'il compense le risque économique avec le risque financier, à favoriser l'endettement comme source de financement. Les variations du risque d'exploitation devraient être compensées par des variations opposées du risque de faillite et du risque financier si une diminution du risque économique influe, défavorablement pour lui, sur la probabilité de l'occurrence d'un contrôle par des rivaux. En s'appuyant sur les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, l'auteur prédit que durant les périodes de récession où les profits des entreprises sont faibles (faibles performances boursières), les taux d'endettement de marché des entreprises sont relativement hauts. Son hypothèse est que lorsque le niveau d'activité macro-économique augmente, le dirigeant reçoit une partie plus importante de la richesse créée, ce qui devrait réduire les coûts d'agence (spoliation des intérêts des actionnaires) et permettre une meilleure allocation des risques (entre actionnaires et managers), en réduisant le besoin de recourir à l'endettement pour régler le problème d'agence.

Enfin, Levy (2001) et Korajczyk et Levy (2001) soulignent que, pour une raison simple, les modèles visant à expliquer la politique de financement selon les fluctuations économiques devraient tenir compte de la contrainte financière des entreprises. Celles qui sont contraintes ne peuvent pas augmenter leur endettement, même si leurs dirigeants le désirent, quel que soit l'état de la conjoncture économique, par définition. Les hypothèses proposées pourraient n'être validées que sur un échantillon composé d'entreprises non contraintes financièrement.

Conclusion de la deuxième partie

Cette partie a établi comment et dans quelle mesure les conditions contextuelles d'exploitation des firmes influent sur leurs comportements de financement. Ces deux problèmes ont été résolus en exprimant d'abord l'incidence, selon plusieurs dimensions, des phénomènes macro-économiques qui surviennent au niveau systémique sur les actions des individus, puis dans le sens opposé, la combinaison et l'interaction des comportements individuels qui induisent l'état du système dans sa dimension financière. Cette dernière peut être appréhendée soit à travers le financement de l'entreprise, soit au niveau du marché financier.

Enfin, la recherche s'est appuyée sur une modélisation des relations entre l'entreprise et ses partenaires financiers en associant les décisions de financement aux coûts contractuels, ainsi que leur évolution selon les conditions d'exploitation macro-économique. Deux perspectives ont été attentivement étudiées : il s'agit des déterminants des choix de financement du point de vue des actionnaires et du point de vue des dirigeants. En considérant que la politique de financement de l'entreprise est la résultante des mécanismes mis en place par ses partenaires et visant à minimiser les coûts d'agence, cette partie a articulé principalement quatre argumentations fondées sur les théories contractuelles des organisations[178].

Si les actionnaires existants de l'entreprise cherchent, intentionnellement ou non, à économiser les coûts de sélection adverse lors des financements externes et des transferts de richesses liées aux investissements, alors :

[178] Selon Charreaux (1999, p. 98) les formes organisationnelles, qui s'expliquent par leurs capacités à réduire intentionnellement ou non les coûts d'agence entre les partenaires, évoluent en fonction de l'ensemble des facteurs (exogènes – contestation des parties prenantes et l'évolution du cadre institutionnel – ou endogènes – apprentissage organisationnel et la confiance) qui influent sur la valeur de leur coopération. Il ajoute (p. 102) qu'un changement de l'environnement peut entraîner qu'une forme organisationnelle ne soit plus efficiente. Dans une certaine mesure, les partenaires peuvent interpréter cette évolution à partir d'informations générales – l'activité macro-économique et les fluctuations des productions industrielles – et sont incités à adapter les caractéristiques de l'organisation – par exemple sa structure de financement – afin de bénéficier de la réduction des coûts d'agence qui peut en résulter.

- ✓ d'une part, le volume d'émissions d'actions sur le marché primaire boursiers devrait être plus important lors des phases d'expansion que de récession économique ;
- ✓ d'autre part, la proportion du financement externe assurée par les fonds propres devrait tendre à augmenter durant les périodes de croissance économique comparativement aux phases de récession.

Cependant, le changement de perspective nécessite de relâcher plusieurs hypothèses. Si le fonctionnement des mécanismes organisationnels, supposés encadrer les manœuvres du dirigeant, dépend de l'environnement économique, sa marge discrétionnaire devrait être plus importante durant les périodes d'expansion économique en raison des nombreuses possibilités d'investissement et des excédents de trésorerie qui en découlent. En outre, si le dirigeant parvient à influer sur la *gouvernance*, il devrait choisir les partenaires financiers les moins contraignants à l'avenir, autrement dit, ceux dont le désintéressement est le plus facile. Par exemple, un dirigeant peut avoir intérêt à souscrire de nouvelles dettes durant les périodes de croissance si la capacité d'endettement est importante et les créanciers peu contraignants à ce moment du cycle d'affaires[179].

La portée de l'approche soutenue de la politique de financement est restreinte en raison de son domaine d'application limité aux seuls partenaires financiers et de la conception de l'environnement. Ainsi, les arbitrages entre les sources de financement peuvent ne pas tenir compte de la teneur des débats actuels entre les théories contractuelles à propos des partenaires non financiers[180]. Les limites des modélisations présentées dans cette partie reposent aussi sur la conception de l'environnement

[179] Cela ne signifie pas que les pressions des actionnaires sont moindres. En effet, l'augmentation de la dette peut les inciter à réclamer un taux de rentabilité financière plus important en raison de l'accroissement du risque financier et de la volatilité des flux. De plus, la politique de financement est supposée permettre aux dirigeants de bénéficier de la substitution des contraintes des créanciers à celles des actionnaires.

[180] Par exemple, comparativement à l'autofinancement, l'endettement augmentant les charges fixes de l'entreprise peut limiter l'émergence de nouvelles opportunités. Leur développement devient tributaire de la disponibilité de flux internes, donc du déroulement du cycle économique. Autrement dit, le débat est déplacé vers la question des dimensions des investissements autres que le taux de rentabilité : les dirigeants peuvent élaborer des projets susceptibles d'être autofinancés, sans garantir *a priori* qu'ils soient ceux maximisant la valeur des actionnaires (ou des partenaires).

économique qu'elles retiennent. Charreaux (2000) présente les conséquences sur les modèles néo-classiques d'investissement et de financement de l'évolution de la conception de l'environnement dans la littérature financière. Par exemple, la structure de financement découle de la contrainte de financement souhaitée par les partenaires financiers, en supposant un niveau d'activité pour l'entreprise à l'avenir. Cependant, rien ne garantit que cette anticipation soit précise et réaliste dans un monde caractérisé par l'asymétrie informationnelle et la rationalité limitée. S'il existe des erreurs d'estimations, les acteurs peuvent choisir des architectures organisationnelles qui apparaissent sous optimales *ex ante* ou, qui semblent performantes *a priori*, mais se révèlent *ex post* moins performantes que les autres alternatives.

La recherche théorique effectuée est cependant utile pour élargir la compréhension des décisions de financement, en facilitant la confrontation des théories sur une dimension commune. L'approche traditionnelle, comme celle de Shleifer et Vishny dans leur article de 1992, soutient que la politique de financement ne peut être optimale pour les actionnaires que pour une seule phase du cycle économique (puisqu'ils sont supposés arbitrer les coûts du surinvestissement des dirigeants avec le coût de faillite des opportunités d'investissement). Au contraire, l'approche proposée suggère que la politique de financement est une suite de décisions temporairement satisfaisantes dans un cadre non déterministe de l'autonomie du dirigeant. L'organisation du problème et des solutions proposées permet aussi de confronter les différentes thèses dans une dimension temporelle.

Partie 3 :

APPLICATION AU MARCHE FRANÇAIS

KARL POPPER, *op. cit.*, p. 363 et 364 : « Le contrôle que nos théories… exercent sur nous … est un contrôle *plastique*. Nous ne sommes pas *forcés* de nous soumettre au contrôle de nos théories, car nous pouvons les discuter de manière critique, et nous pouvons les rejeter librement si nous pensons qu'elles ne satisfont pas à nos normes régulatrices… Non seulement nos théories nous contrôlent, mais nous pouvons contrôler nos théories. »

La politique de financement d'une entreprise concerne l'approvisionnement d'une entreprise en ressources financières au moindre coût, c'est-à-dire, un choix des apporteurs de capitaux qui permette de minimiser les coûts de transaction. L'exploration de la littérature a conduit à retenir deux perspectives théoriques du comportement de financement des entreprises, selon le partenaire maîtrisant les décisions financières. Le problème réside dans la validation des théories, le contrôle au sens de Popper. En effet, dans le cadre des théories contractuelles, les modélisations sont difficilement comparables compte tenu de la diversité des hypothèses comportementales (des individus) sur lesquelles elles s'appuient. De plus, la difficulté demeure, sur le plan empirique, de discriminer des prédictions entre variables souvent similaires (par ex. la relation négative entre l'endettement et la valeur du portefeuille d'opportunités d'investissement).

L'approche proposée ici favorise la multiplication des possibilités de confrontation des théories à la réalité, dans une démarche hypothético-déductive. En effet, la théorie du financement hiérarchique explique, par l'hypothèse d'un coût de sélection adverse, à la fois les mouvements de l'activité d'émissions d'actions sur le marché primaire et les variations des choix de financement dans les structures de financement des entreprises. Alors, les concentrations d'émissions d'actions devraient se traduire, **simultanément**, par une préférence des dirigeants pour les nouveaux fonds propres externes. Les hypothèses en concurrence sont regroupées dans l'introduction de chacun des chapitres suivants.

Le déplacement du débat vers la dimension temporelle des comportements de financement des entreprises est important dans la résolution du problème. L'étude de l'influence des fluctuations économiques sur les choix de financement offre aussi la possibilité de confronter empiriquement les théories alternatives. En effet, si les fluctuations économiques constituent la source de chocs exogènes supposés influer sur les coûts contractuels, celles-là devraient inciter les agents à adapter le financement des entreprises, tant au niveau macro que micro. L'objet d'étude porte sur les choix de financement effectués par les (dirigeants des) entreprises et leur évolution, mesurés à la fois au niveau macro – l'activité d'émissions de nouveaux titres sur le marché boursier primaire – et au niveau micro – la nature du financement externe. Dorénavant, ces deux

niveaux d'analyse constituent l'articulation de cette partie. Les variables empiriques et les méthodes de tests sont néanmoins adaptées à chacun d'eux.

A) Mesures empiriques et méthodes de tests sur le marché primaire

En supposant que les comportements de financement des entreprises peuvent être mesurés, en prenant de la hauteur, au sens du mot macro, la recherche consiste à étudier les quantités de fonds que les entreprises demandent au marché, et à quel prix.

L'activité d'émissions de nouveaux titres sur le compartiment primaire du marché boursier peut être appréciée, à partir de l'exploration des travaux antérieurs, selon deux techniques : l'une conduit essentiellement à une mesure de nature quantitative (nombre d'émissions, montants collectés…) ; tandis que l'autre suggère plus une appréciation qualitative, souvent représentée par la « chaleur » du marché. Ces estimations de l'activité primaire permettent d'appréhender, fréquemment, les conditions de placement d'actions sur le marché primaire susceptible d'intervenir dans les décisions de financement des entreprises d'une part, et de proposer un calendrier de l'activité d'émissions d'actions mesurant la persistance de ces conditions d'autre part. Cela devrait traduire, globalement, l'utilisation de fonds propres par les entreprises. Différentes techniques statistiques, s'appuyant sur la méthode des moindres carrés linéaires, sont ensuite utilisées pour mesurer l'association de ces estimations avec les fluctuations économiques.

Lors des émissions d'actions nouvelles, les cours boursiers des émetteurs peuvent réagir, dans la mesure où ces opérations communiquent des informations aux investisseurs. Les études d'événements, initiées en finance par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), permettent d'étudier d'une manière rigoureuse les effets des émissions d'actions sur les cours d'actions cotées. Celles-ci identifient un taux de rentabilité à l'annonce d'une émission d'actions, qui est supposé traduire un coût d'accès aux fonds propres externe pour les entreprises. Ainsi, toujours en conservant de la hauteur, les entreprises sont censées favoriser les émissions d'actions lorsque leur coût est faible, selon la conjoncture économique.

Ces simplifications, selon lesquelles l'observation « d'en haut », sur le marché, suffit à traduire les comportements de financement de **chaque** entreprise, peuvent paraître restrictives et peu réalistes[181]. Tout au moins, les hypothèses à tester ne semblent pas particulièrement adaptées pour expliquer la politique de financement dans le détail (au sens du mot micro). La démarche méthodologique, visant à la réfutation des hypothèses proposées, consiste à décrire cependant une diversité d'estimations empiriques des concepts théoriques utilisées lors de la phase de tests.

B) Mesures empiriques et méthodes de tests au niveau local

L'appréhension empirique du comportement financier et de financement d'une entreprise est une des questions les plus abordées depuis le développement de la recherche en finance d'entreprise. Rajan et Zingales (1995) soulignent l'importance du choix des mesures de l'endettement des firmes utilisées dans les études empiriques. Le choix des mesures des comportements financiers et de financement des entreprises, résumées dans le Tableau n° 3, est guidé par la perspective théorique retenue pour la recherche. Les estimateurs de la structure financière traditionnellement utilisés dans les articles de finance organisationnelle sont retenus ; il s'agit d'un rapport entre le stock de dettes financières et celui de fonds propres (évalués soit en valeur de marché, soit en valeur comptable). Cependant, la méthodologie proposée par Fama et French (1999) semble plus appropriée, compte tenu de la problématique, pour estimer les choix de financement car elle consiste à mesurer la structure de financement des entreprises à partir des flux de liquidités. L'investissement, qui est un concept central dans les théories avancées dans cette recherche, est mesuré à partir des dépenses annuelles des entreprises enregistrées dans les comptes d'immobilisations. La décomposition des flux de liquidités permet d'appréhender le financement interne de l'entreprise. Néanmoins, l'appréhension de l'autofinancement requiert une discussion précise en raison de sa définition théorique originale (autofinancement disponible après remboursement de la

[181] Autrement dit, les analyses des comportements de financement établies au niveau du marché boursier ne doivent pas souffrir d'un paralogisme dans leur composition, dans le quel le tout n'est pas la somme des parties.

dette financière) compte tenu des perspectives théoriques choisies. Comme la problématique recourt à la théorie de l'agence, mais souligne aussi l'autonomie supposée des dirigeants, cette introduction propose plusieurs catégories d'estimateurs dans les théories contractuelles, qui reposent sur des hypothèses implicites à étudier.

Les problèmes d'agence associés aux financements se rapportent à la manière dont la firme a été financée dans le passé, donc à la part relative de la valeur de la firme détenue respectivement par les actionnaires et les créanciers. Selon Rajan et Zingales (1995), les problèmes d'agence dépendent davantage du stock de financement que des flux de fonds en raison des incitations qu'il procure aux partenaires financiers de l'entreprise. Shyam-Sunder et Myers (1999) retiennent ce type de mesure pour tester leur théorie de financement hiérarchique et d'arbitrage. L'estimateur adapté à la problématique ici est un rapport entre le stock de dettes à long terme (DLT) et soit la valeur comptable, soit la valeur de marché de la firme (c'est-à-dire la somme des capitaux propres, CP, et des dettes à long terme, DLT). La valeur comptable de l'entreprise est mesurée par *total capital* = TC = CP + DLT et sa valeur de marché par *total marked capital* = TMC = CP_m + DLT_m. Les décisions annuelles peuvent être mesurées à partir de la variation annuelle du ratio d'endettement. Même si ces estimateurs ne sont pas totalement adaptés à la problématique développée, ils autorisent une comparaison des résultats avec ceux des articles sur le sujet. La nature des théories impliquées requiert, semble-t-il, des techniques d'estimations du comportement de financement des firmes, permettant d'appréhender les décisions plutôt que leurs résultats. Certaines sont proposées dans les travaux de Fama et French (1999).

Les problèmes d'enracinement sont étudiés par rapport aux recours aux financements externes et à leur répartition[182]. **L'apport de financement externe** est estimé par le ratio entre les flux de liquidités obtenus des activités de financement (*cash flow from financing activities* = CF_FA) comparativement au total de l'actif économique en valeur de marché ou comptable (TMC et TC). Selon Berger *et al.*

[182] La perspective ouverte par Aghion et Bolton (1992) sur le rôle de l'endettement comme moyen de faciliter ou de protéger le dirigeant contre (théorie de l'enracinement), le transfert du contrôle de la société s'apprécie avec une mesure de l'endettement égale à la part des charges d'intérêts dans la rentabilité économique de la firme (problématique générale de la faillite et du transfert des droits de contrôle).

(1997), une mesure de l'endettement, dynamique et adaptée à l'appréhension de la **nature du financement externe**, correspond au ratio des émissions nettes de remboursements de dettes (CF_FA2) moins les émissions nettes de rachats d'actions (CF_FA1) rapportées à la valeur des actifs totaux de la firme en début de période (TMC et TC). **L'autofinancement** des sociétés durant la période 1988 à 1997 est alors appréhendé dans le sens traditionnel, c'est-à-dire en prenant les flux d'exploitation après rémunérations des créanciers financiers (CF_OA - CF_RA2). Cette nature du financement qui traduit la structure de financement, semble être adaptée pour tester l'hypothèse selon laquelle les dirigeants choisissent leurs partenaires financiers (en fonction de leurs anticipations sur le niveau d'activité économique de leur entreprise). Néanmoins, ce type de mesure tend à masquer la pluralité des variables d'actions des dirigeants pour adapter la structure de financement, car elle est établie en émissions nettes de remboursements de titres. Elle traduit approximativement les moyens utilisés et les incitations des dirigeants[183] conduisant à déterminer la somme des flux qu'ils vont demander et obtenir des partenaires financiers. Cette mesure de la nature du financement considère implicitement que les remboursements du capital des emprunts sont réalisés à partir de la souscription de nouvelles dettes. Cette approche est pourtant retenue par Garvey et Hanka (1999), qui étudient les moyens utilisés par les dirigeants pour adapter l'endettement à leurs stratégies.

L'approche théorique privilégiée postule un rôle contraignant aux contrats de prêts sur les choix d'investissement. Les dirigeants sont supposés affecter les flux de fonds internes aux remboursements de la dette existante prioritairement à leur investissement dans de nouveaux projets. Compte tenu de la contrainte supposée des contrats de dettes, il est proposé de soustraire de l'autofinancement traditionnel les fonds employés aux remboursements du capital des emprunts. La solution privilégiée ici est donc de constituer des estimateurs des flux de financement externe brut (CF_FA1_Ress : émissions d'actions[184] et CF_FA2_Ress : souscriptions d'emprunts)

[183] Une augmentation du ratio d'endettement peut être obtenue en souscrivant des emprunts, ce qui accroît à la fois les flux de financement et la valeur du capital de l'entreprise, ou en rachetant les actions, ce qui ne réduit que la valeur du capital de l'entreprise. Les conséquences sur la marge discrétionnaire du dirigeant de ces deux opérations, même si elles conduisent au même résultat statistique, sont probablement différentes.

[184] Les opérations de réduction de capital sont très peu nombreuses (moins de 3 % des observations) et sont supposées être à la discrétion de l'entreprise.

puis de retrancher les remboursements en capital des emprunts (CF_FA2_Empl) des flux d'exploitation (CF_OA) afin de constituer une variable représentant **l'autofinancement disponible** (AutoFiDisp). De plus, ces flux de financement sont vraisemblablement mieux appréhendés comparativement aux flux d'investissement. Outre une expression plus cohérente des problèmes de gestion financière par les dirigeants, ces mesures permettent de réfléchir à dépenses d'investissement constantes – donc d'éliminer les conséquences de leurs variations durant la période étudiée. Toutes ces mesures sont synthétisées dans le Tableau n° 3.

Tableau n° 3 : Résumé des mesures empiriques de la structure financière et de financement.

Bilan	**Partie A**
Dettes financières à long terme..…..……	DLT_t
Capitaux Propres en valeur comptable (de marché)…	CP_t (CP_m_t)
Actif économique…….	$TC_t = DLT_t + CP_t$
Actif économique en valeur de marché……	$TMC_t = CP_m_t + DLT_t$
Tableau des flux financiers	**Partie B**
Flux nets de financement par les actionnaires = ….…	CF_FA1_t =
+ émissions d'actions	+ $CF_FA1_Ress_t$
- rachats d'actions	- $CF_FA1_Empl_t$
Flux nets de financement par les créanciers = ……..	CF_FA2_t =
+ souscriptions d'emprunts	+ $CF_FA2_Ress_t$
- remboursements d'emprunts	- $CF_FA2_Empl_t$
Mesures des choix de financement des entreprises	**Partie C**
Variation annuelle du taux d'endettement comptable	(1-L) DLT_t / TC_t
Variation annuelle du taux d'endettement de marché	(1-L) DLT_t / TMC_t
Nature en valeur comptable du financement externe	(CF_FA1_t - CF_FA2_t) / TC_{t-1}
Nature en valeur de marché du financement externe	(CF_FA1_t - CF_FA2_t) / TMC_{t-1}
Mesures des financements de l'investissement	**Partie D**
Autofinancement traditionnel	CF_OA_t – CF_RA_t
Autofinancement disponible……...	CF_OA_t – CF_RA_t – $CF_FA2_Empl_t$
Flux bruts de fonds propres[185]……	CF_FA1_t
Flux bruts d'endettement……..	$CF_FA2_Ress_t$

Légende : En collectant les informations dans le bilan (partie A) et dans le tableau des flux de financiers (partie B), les choix de financements sont mesurés comparativement, soit à la valeur du capital économique (partie C), soit aux dépenses d'investissement (partie D). L'indice t représente l'année d'observation. L est l'opérateur de décalage utilisé dans les séries temporelles. CF_OA correspond au flux d'exploitation et CF_RA aux flux de rémunérations des créanciers financiers.

[185] Le nombre de rachats d'actions est limité dans l'échantillon (28). Le biais lié à une mesure nette semble faible.

(*suite de la légende du Tableau n° 3*) L'évaluation par le marché de la dette à long terme n'est pas disponible dans la base de données.

Afin d'appréhender empiriquement les comportements de financement des entreprises selon le contexte économique, cette partie est articulée à partir des différents niveaux d'analyse. En dédoublant les perspectives théories et les niveaux d'analyse, l'intérêt de cette partie de la recherche est triple. Il s'agit de valider, d'abord empiriquement, si les théories proposées permettent d'améliorer la compréhension des choix de financement, en introduisant les fluctuations économiques dans les modèles théoriques. Ensuite, ceux-ci peuvent être confrontés empiriquement selon une dimension commune : le temps. Enfin, la diversification des estimateurs vise à valider si l'analyse macro, d'en haut dans le sens grec *makros*, conduit à des conclusions semblables à celles de l'analyse micro, dans le détail au sens grec *mikros*. Le propos du premier chapitre est d'étudier l'activité d'émissions sur le marché français. Cette étude peut être complétée par celles des réactions boursières à l'annonce d'émissions d'actions. Le second chapitre étudie empiriquement, au niveau local, les structures financières et de financement des entreprises selon les fluctuations économiques.

Chapitre 1 : Activité au palais Brongniart et croissance économique française sur la période 1982-1997

JOHN MEYNARD KEYNES, 1936, *Théorie Générale*, chapitre 22 : l'aspect cyclique des fluctuations macro-économiques apparaît dans la mesure où l'activité sur les marchés évolue dans une direction, « telles que les forces qui la déterminent sont d'une intensité croissante et s'augmentant cumulativement les unes aux autres, mais qu'elles s'épuisent peu à peu jusqu'au moment où elles sont remplacées par des forces dirigées en sens contraire ».

L'objet de ce chapitre est d'éprouver empiriquement les réponses théoriques apportées à la problématique : **l'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier français est-elle liée à l'influence des fluctuations économiques sur les coûts contractuels des relations de financement entre l'entreprise et ses partenaires financiers ?**

L'articulation de ce chapitre consiste d'abord à mesurer, puis à éprouver, la signification empirique des variations de l'activité d'émissions d'actions sur le marché boursier primaire, ainsi que leurs relations avec les déterminants des politiques de financement des entreprises cotées et avec les fluctuations macro-économiques. La démarche s'appuie sur les travaux de Choe, Masulis, et Nanda (1993) et de Bayless et Chaplinsky (1996). Selon eux, les décisions de financement visent à atteindre un objectif de minimisation de coûts d'agence entre les actionnaires actuels et les investisseurs potentiels de l'entreprise. En supposant que les coûts des relations d'agence entre les autres partenaires sont indépendants du cycle économique, ils émettent l'hypothèse selon laquelle le coût de sélection adverse à l'émission de titres sur le marché financier – lié à l'asymétrie informationnelle entre actionnaires[186] – est associé négativement au niveau d'activité sur le marché des biens et services et positivement à l'incertitude sur ce niveau. Le premier objectif poursuivi dans ce chapitre, est d'utiliser cette hypothèse d'une association négative entre contexte économique et coût de sélection adverse pour expliquer, d'une part les fluctuations de l'activité sur le marché boursier primaire, d'autre part les réactions des cours lors de l'annonce d'une émission d'actions[187].

[186] L'influence des coûts liés à la sélection adverse sur les marchés financiers sur la gestion financière de la firme peut prendre différentes formes. Plusieurs moyens sont disponibles pour en tester la présence sur les marchés selon Dierkens (1991). D'abord, il s'agit d'études réalisées en coupes transversales, cherchant à identifier une divergence de comportement d'individus, en effectuant un classement *a priori* en groupes d'individus caractérisés par des imperfections informationnelles plus ou moins importantes. Ensuite, les études d'événements considèrent les expériences où le niveau d'asymétrie d'information est supposé évoluer. Enfin, le chercheur peut étudier les conséquences de l'asymétrie d'information sur les comportements d'individus à partir de séries temporelles, c'est-à-dire par une observation à différentes dates des mêmes individus.

[187] La réaction des investisseurs à l'annonce d'une émission d'actions est assimilée au taux de rentabilité observé en excès du taux de rentabilité espéré à partir du MEDAF.

- **Hypothèse 1 :** À supposer que le coût d'émission d'actions pour les entreprises entre leurs actionnaires existants et potentiels est plus faible en période d'expansion, il devrait en résulter une activité d'émissions d'actions accrue sur le marché primaire durant la phase de croissance du cycle économique, dans la mesure où l'influence de l'économie ne leur est pas spécifique.
  - 1.b : Une corrélation positive est anticipée entre l'activité primaire du marché boursier et l'indice des prix des actions indépendamment du niveau de l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs en supposant que le coût de sélection adverse est moindre durant les marchés haussiers[188].

- **Hypothèse 2 :** La réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions est moins défavorable (plus favorable si elle est positive) à l'émetteur lorsque les débouchés économiques sont importants.
  - 2.b : La réaction des cours à l'annonce est positivement associée à l'indice des prix des actions en supposant que les marchés haussiers caractérisent des coûts de sélection adverse plus faibles.

- **Hypothèse 3 :** Selon Choe, Masulis et Nanda (1993), « au fil du cycle d'affaires, une corrélation positive est prédite entre les taux de rentabilité à l'annonce et l'activité sur le marché des émissions d'actions » si les effets prix et quantité de la sélection adverse sont liés.

Bayless et Chaplinsky (1996) critiquent la position de Choe *et al.* (1993) et proposent que la relation entre le volume du marché et les réactions des cours à l'annonce est indépendante des conditions économiques d'exploitation. De plus, les réactions des cours doivent être exclusivement indépendantes des caractéristiques des émetteurs d'actions et de leurs émissions (compte tenu de la définition de la fenêtre d'opportunité[189]). Dans quelle mesure la relation supposée par l'hypothèse 3 est-elle liée

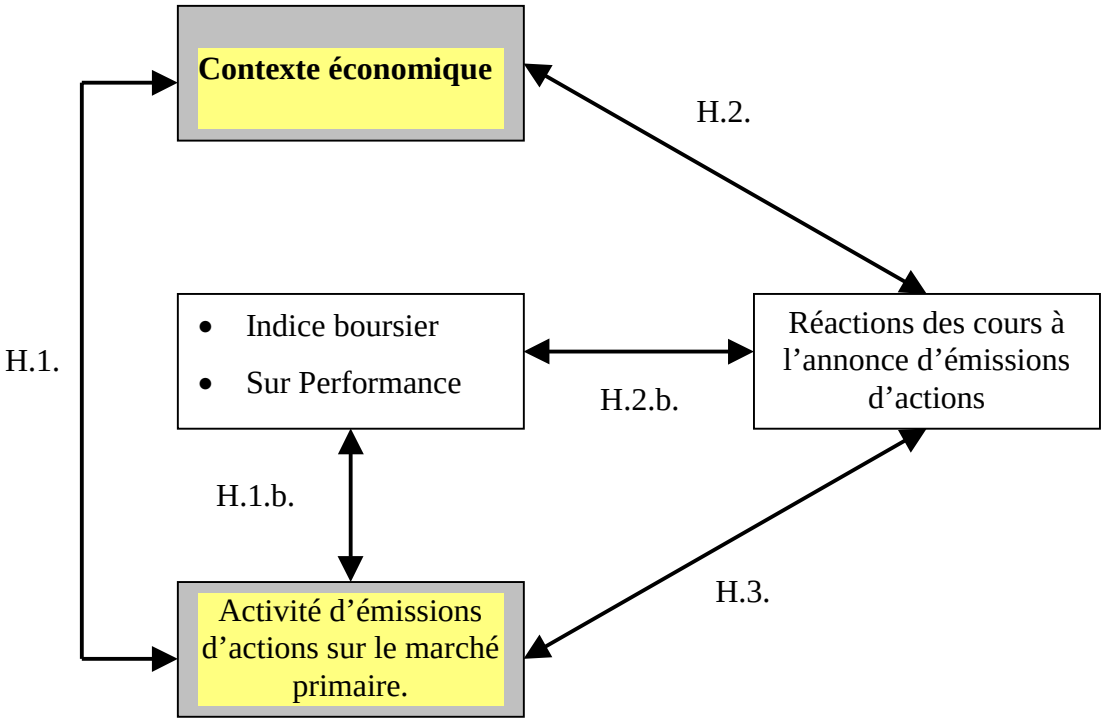
---

[188] Cependant, cette hypothèse ne peut être différenciée empiriquement de H1 si le marché boursier anticipe le contexte économique à court terme.

[189] P. 255 : « *we define windows of opportunity to be time periods when information costs are reduced for* ***all*** *firms* ».

aux fluctuations économiques ou aux facteurs organisationnels (les caractéristiques de l'émetteur et de l'émission) ? Au total, la Figure n° 10 retrace les hypothèses et les concepts impliqués dans ce chapitre.

Figure n° 10 : Relations entre les hypothèses H.1 à H.3



Ce chapitre présente les tests empiriques associés à ces trois hypothèses en deux sections. La première est dédiée à la mesure de l'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier en France entre 1982 et 1997, puis à la mise en évidence de l'évolution du volume d'activité conjointement aux fluctuations économiques. La seconde section présente l'étude du comportement des cours à l'annonce d'émissions d'actions durant les phases du cycle économique et en fonction du niveau d'activité d'émissions.

Section 1 : Fluctuations économiques et volume d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier en France

La démarche requiert des estimateurs empiriques des concepts impliqués dans les hypothèses financières. L'angle d'attaque retenu dans ce chapitre consiste à concentrer les recherches sur le marché boursier, au niveau macro. Cette section poursuit l'objectif d'éprouver empiriquement l'hypothèse selon laquelle l'augmentation de l'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier est liée à la simultanéité de l'appel public à l'épargne des entreprises lorsque le coût de sélection adverse est faible durant les périodes économiquement favorables. Cette hypothèse a été testée sur le marché américain par Choe *et al.* (1993) sur la période 1971 à 1991, puis par Bayless et Chaplinsky (1996) entre 1968 à 1991. En France, Dereeper (1999) a réalisé une étude sur un échantillon composé de 308 augmentations de capital par émissions d'actions entre 1989 et 1997, dans laquelle il effectue plusieurs tests liés au volume mensuel d'émissions. Cependant, les conclusions empiriques ne sont pas clairement identifiées en raison, semble-t-il, des diverses modalités de mesure du volume d'activité sur le compartiment primaire. Choe *et al*. (1993) expliquent 35 % d'une mesure des émissions d'actions relative aux émissions de titres, notamment à partir des estimateurs du cycle d'affaires. Ils notent aussi la faiblesse de la relation avec les performances boursières et les taux d'intérêt. Bayless et Chaplinsky (1996) proposent une mesure qualitative de l'activité d'émissions sur le compartiment primaire américain. Cependant, ils observent que la conjoncture économique n'est pas suffisamment différente entre les périodes pour expliquer la chaleur du marché primaire, au contraire de la rentabilité des cours boursiers. Aucune des variables économiques et boursières sélectionnées par Dereeper (1999) n'explique le volume d'activité primaire sur le marché français entre 1989 et 1997.

Au regard de la Figure n° 1 présentée au tout début de cette thèse, l'activité d'émissions de nouvelles actions sur le marché boursier français[190] semble fluctuer

[190] L'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 énumère quatre critères d'appel public à l'épargne : « sont réputées faire appel public à l'épargne les sociétés dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à celle du second marché d'une bourse de valeurs, à dater de cette inscription ou qui pour le placement des titres quels qu'ils soient, ont recours, soit à des établissements de crédits, soit à des établissements mentionnés à l'article 99 de la loi n°84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des…/

successivement et de manière récursive, en termes de quantités (nombres d'opérations) et de prix (produits bruts). Il s'agit donc ici d'identifier les pics d'activité ou les concentrations dans le temps, en attribuant une date. Afin d'apprécier la robustesse empirique des concentrations d'émissions d'actions durant les phases de croissance économique, plusieurs formulations de tests sont présentées (§B) après avoir discuté des diverses mesures du volume d'activité sur le compartiment primaire français entre 1982 et 1997 (§A).

A) Description statistique de l'activité d'émissions d'actions par les entreprises françaises sur le compartiment primaire du marché

Cette sous-section vise à proposer une appréciation de l'activité d'émissions de nouveaux titres sur le compartiment primaire du marché boursier, notamment à partir de l'exploration des travaux antérieurs. Deux techniques ont été répertoriées ; l'une conduit essentiellement à une mesure de nature quantitative (nombre d'émissions, montants collectés…) tandis que l'autre suggère plus une appréciation qualitative, souvent représentée par la « chaleur » du marché (codification des périodes étudiées, en CH – chaud – lorsque le niveau d'activité est important et FR – froid – lorsqu'il est faible).

Néanmoins, ces mesures présentent des limites importantes. D'abord, le travail théorique effectué dans la première partie suggère une saisonnalité annuelle technique de l'activité primaire, pouvant interférer avec les fluctuations à plus long terme, que les résultats empiriques confirment[191]. Ensuite, compte tenu de la taille réduite du marché français par rapport au marché américain, il n'est pas certain que les mesures américaines puissent être exportées (par exemple, aucune opération n'est réalisée durant certains mois en France). Le dépassement de ces limites peut passer par une diversification des estimateurs empiriques.

(*suite de la note de bas de page n° 190*) établissements de crédit, soit à des sociétés de bourse, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage ».

[191] Manuel, Brooks et Schadler (1993), par exemple sur les données américaines, soulignent l'importance des saisons sur l'interprétation des tests. Dereeper (1999) aboutit à des conclusions similaires sur des données françaises.

Cette sous-section est organisée de la manière suivante : le premier paragraphe présente les mesures de nature quantitative du volume d'activité primaire dans les travaux reliés. Le deuxième paragraphe traite du problème de la saisonnalité des volumes. Enfin, les techniques utilisées pour codifier le contexte boursier sont exposées dans le troisième paragraphe.

1/ Les mesures quantitatives du volume d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché français

Choe *et al*. (1993) mesurent une fréquence mensuelle relative des émissions d'actions par rapport aux émissions de dettes afin d'éviter un effet taille. Pour chaque mois t, ce ratio est construit en rapportant la valeur de marché des émissions d'actions mensuelles à la valeur des nouveaux capitaux propres, des obligations convertibles et des autres dettes financières émises pour l'ensemble de l'échantillon[192]. Leurs données sont constituées de 5694 émissions d'actions, 1324 émissions d'obligations convertibles et de 6439 émissions d'obligations classiques. Néanmoins, cette mesure semble peu adaptée au système financier français en raison d'un recours moindre par les entreprises françaises aux financements par dettes réalisés sur le marché boursier, les financements obtenus auprès des établissements de crédit étant privilégiés (source SBF).

Bayless et Chaplinsky (1996) définissent le volume d'activité sur le marché primaire sur un échantillon de 1884 opérations entre 1968 et 1990 en codifiant les périodes selon trois mesures : il s'agit du montant nominal des émissions d'actions, du montant réel (en transformant par l'indice des prix à la consommation) et d'une mesure relative. Cette dernière est obtenue en rapportant le volume mensuel nominal à la valeur (en fin de mois) des actions en circulation. Cette mesure contrôle les changements de prix du marché boursier et la croissance du secteur industriel au fil du temps. Cet estimateur pourrait être mesuré en France en rapportant le volume mensuel sur l'indice boursier (censé appréhender la capitalisation boursière).

[192] Ils excluent, les émissions destinées aux anciens actionnaires (*preferred stock*), les introductions en bourse (*IPO*).

L'échantillon de Dereeper (1999, p. 450) est constitué de 308 augmentations de capital réalisées sur les marchés boursiers français (Règlement Mensuel, Marché Comptant et Second Marché) entre 1989 et 1997. Cet auteur mesure le nombre mensuel d'opérations ainsi que le volume mensuel déflaté de capitaux collectés par émissions d'actions[193].

Une base de données a été constituée à partir de l'inventaire, entre 1982 et 1997, dans l'Année Boursière éditée par la SBF, de 830 émissions de titres donnant accès au capital social des entreprises cotées. Les valeurs exprimées en millions de francs sont systématiquement transformées par l'indice des prix à la consommation afin d'éliminer l'effet de l'inflation. Plusieurs périodicités peuvent être retenues pour mesurer l'activité primaire dans les hypothèses à tester. Pour la première hypothèse H1, une périodicité trimestrielle semble mieux adaptée car celle-ci correspond à la fréquence des variables macro-économiques. La deuxième hypothèse H2 nécessite de recourir à une périodicité mensuelle, censée appréhender le comportement des investisseurs au moment où les opérations sont réalisées[194]. Enfin, pour les hypothèses 4 à 7, les mesures annuelles sont amplement suffisantes. Les statistiques descriptives sont indiquées dans le Tableau n° 4 et présentées dans le Graphique n° 11 sous la forme d'une série trimestrielle transformée par le logarithme et lissée selon un processus de moyenne mobile d'ordre 4.

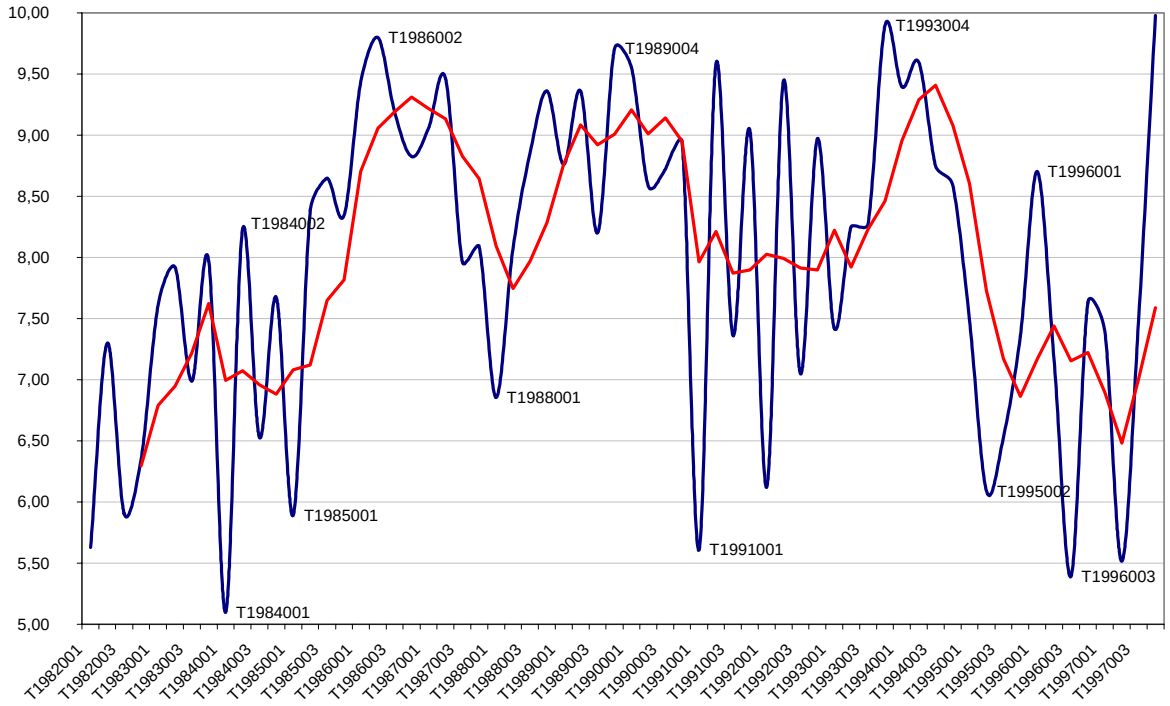
Tableau n° 4 : Statistiques descriptives de l'activité mensuelle sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 (en millions de F).

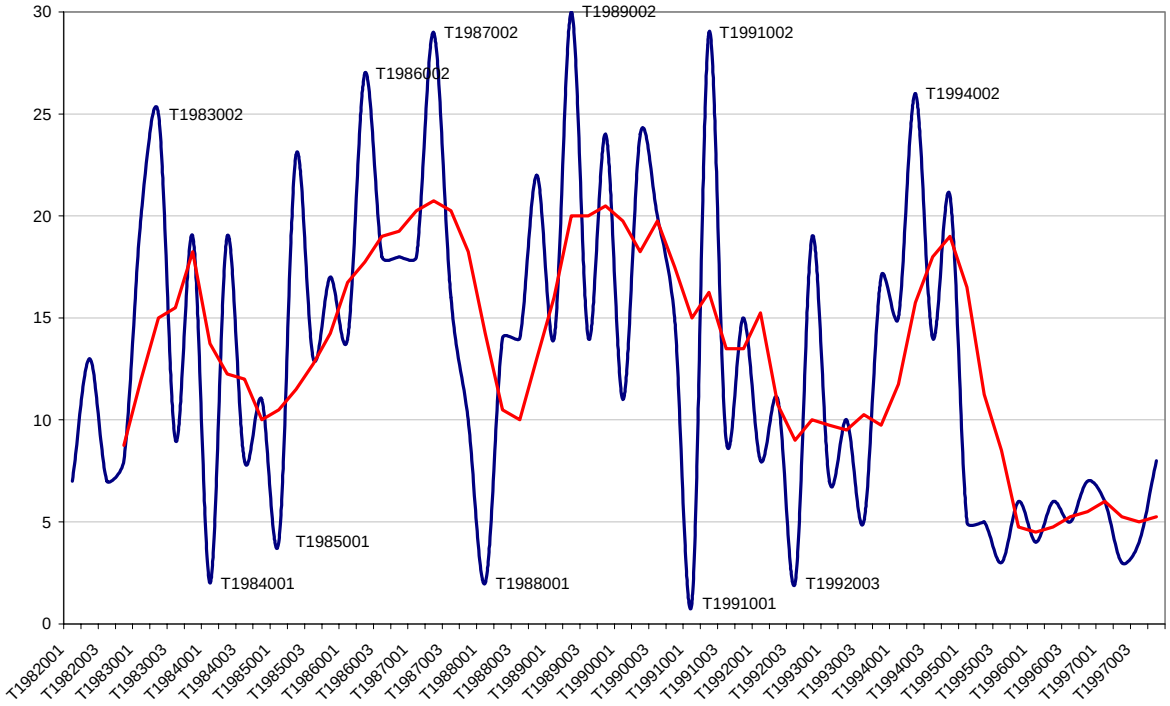
Montants collectés	355 597,44	Nombre d'émetteurs	524
Moyenne mensuelle	1 852,07	Premier quartile	179,36
Minimum	0,00	Médiane	827,44
Maximum	18 897,67	Troisième quartile	2 539,75

[193] Selon lui, la (faible) taille de l'échantillon par rapport aux études américaines n'induit pas une stabilité de l'activité d'émissions (une moyenne de 2,85 opérations par mois).

[194] Les tests ont été réalisés en substituant le mois boursier au mois civil. Globalement, les résultats sont similaires, l'incidence du décalage des sept derniers jours de bourse est quasi nulle. Dans le détail, certains mois (civils) où l'activité est faible, sont précédés par des émissions en fin de mois (civil) devant être comptabilisées dans le même mois (boursier).

Graphique n° 11 : Évolution de l'activité trimestrielle d'émissions d'actions nouvelles sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 (en produits bruts d'émissions et en nombre d'émissions).



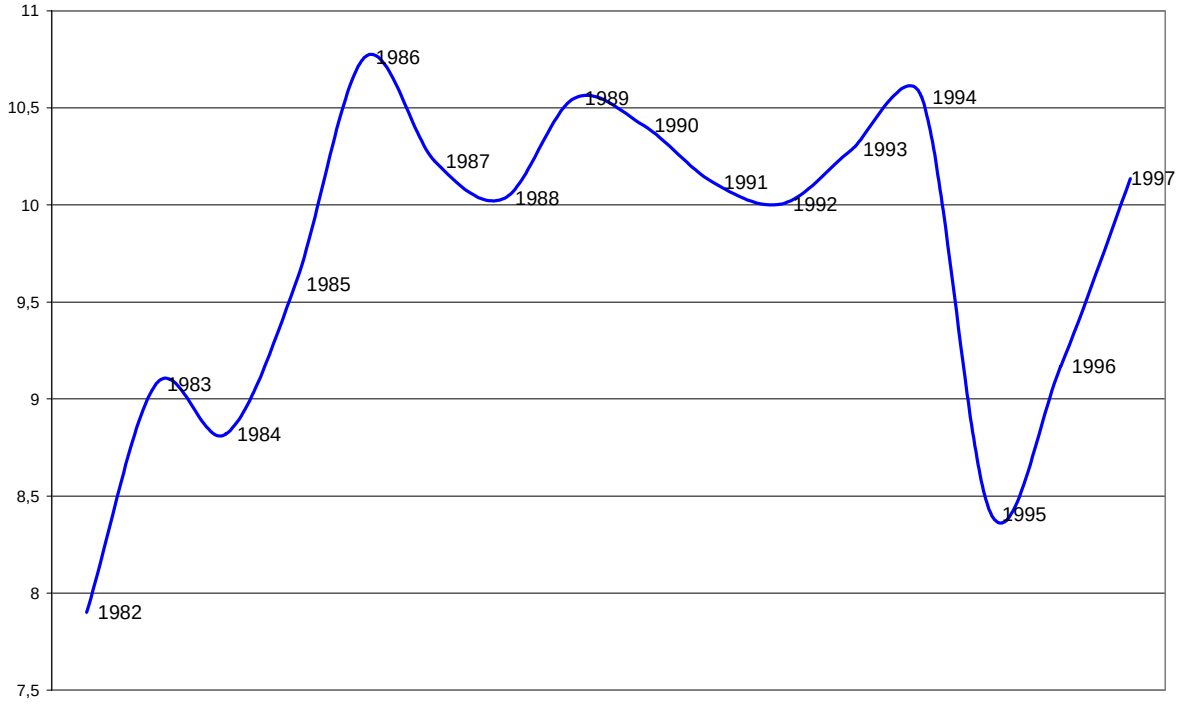


Légende : Le premier graphique représente la somme trimestrielle des produits bruts des émissions réalisées par les entreprises cotées sur le compartiment primaire du marché boursier parisien de 1982 à 1997 ainsi que la moyenne mobile sur 4 périodes (échelle logarithmique). Le second

graphique représente le nombre d'émissions par trimestre ainsi que la moyenne mobile d'ordre 4.

La série ne présente pas une tendance linéaire. L'amplitude des variations fluctue au cours du temps. Ces représentations permettent d'identifier assez facilement les points de retournement de la série (sans les tester statistiquement). Il apparaît que les creux sont atteints principalement au premier et troisième trimestres et les pics au deuxième et quatrième trimestres, suggérant une saisonnalité annuelle. Qui plus est, la moyenne mobile suggère des changements persistants dans la tendance et les niveaux d'activité sur le compartiment primaire. Le Graphique n° 12 suivant reproduit la série pour une périodicité annuelle, qui sera utilisée lors des tests de H4 et H7.

Graphique n° 12 : Activité annuelle d'émissions d'actions nouvelles sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997.



Légende : la série retrace la somme annuelle des produits bruts des émissions d'actions réalisées par les entreprises entre 1982 et 1997 (échelle logarithmique).

Au total, le volume d'activité sur le marché primaire français est mesuré quantitativement à partir du nombre d'opérations par période et des produits bruts. L'hypothèse H1 est confrontée à la réalité à partir de ces deux séries. La variable volume, qui vise à appréhender le contexte boursier dans les hypothèses suivantes (3 à

7) avec le statut de variable explicative, correspond au montant mensuel total de l'appel public à l'épargne. Cette dernière variable permet aussi de déceler la chaleur du marché[195]. En raison de l'indisponibilité des indices boursiers sur la période dans la base de données utilisée, la mesure des montants collectés périodiquement rapportés à l'indice boursier en début de mois n'a pas été retenue. Cependant, ces mesures pourraient être influencées par les variations saisonnières liées au facteur technique.

2/ L'analyse saisonnière du volume

L'hypothèse 1 suggère de tester empiriquement la présence de concentrations d'émissions à certaines périodes. Korajczyk, Lucas et Mc Donald (1992) supposent que placer les titres lorsque le niveau d'asymétrie informationnelle entre l'entreprise et ses actionnaires est faible, constitue un avantage qui devrait inciter les entreprises à émettre. Si les émissions d'actions sur le marché français sont placées juste après les publications des comptes des émetteurs, il existe des variations saisonnières significatives dont il faut tenir compte dans la détermination des concentrations sur l'échelle de l'échantillon. Néanmoins, il s'agit d'une problématique de politique financière, c'est-à-dire à moyen et long terme, et non un problème de gestion financière dans l'année, de la réalisation d'une augmentation du capital (à quelle date placer les titres dans l'année ?). Or, les deux problèmes peuvent ne pas être indépendants. Dereeper (1999) a testé cette hypothèse sur le marché français avec un échantillon (n = 308) partiellement identique à celui utilisé dans cette thèse (n = 830). Il indique (p. 452) la présence d'un cycle annuel pour les augmentations de capital sur le marché français durant la période de 1989 à 1997 (ses résultats sont reproduits dans le Tableau n° 5).

La saisonnalité de l'activité sur le compartiment primaire est testée sur la série des produits bruts et du nombre d'émissions à partir de l'échantillon de 830 émissions réalisées entre 1982 et 1997. La série brute exprimée en millions de francs n'est pas distribuée selon la loi normale au seuil habituel. À l'inverse, les tests paramétriques et

[195] Les tests ont aussi été effectués en tenant compte du décalage entre le mois boursier et le mois civil, sans aboutir à des conclusions divergentes.

non paramétriques réalisés sur la série transformée par le logarithme ne rejettent pas la normalité de la distribution et conduisent à des conclusions assez proche de celles exposées ci-dessous.

Tableau n° 5 : Les valeurs moyennes du volume de capitaux émis et du nombre d'opérations pour chaque mois durant la période 1982 à 1997.

Mois	Volume mensuel moyen de capitaux émis en MF		Nombre mensuel moyen d'opérations	
	n = 830, de 1982 à 1997	n = 308, de 1989 à 1997	n = 830, de 1982 à 1997	n = 308, de 1989 à 1997
Janvier	1271,56	1239,66	3,66	2,33
Février	1595,98	1543,74	3,23	1,67
Mars	1442,96	1396,52	3,84	1,78
Avril	1463,60	1195,19	3,93	2,22
Mai	1748,93	922,91	5,31	3,56
Juin	3742,08 ***	3752,39 **	9,43 ***	5,44 ***
Juillet	1651,16	1287,53	4,66	2,44
Août	216,04 ***	296,18 ***	1,91 ***	1,00 ***
Septembre	1444,97	996,32	4,31	2,56
Octobre	3490,21	3104,17 **	5,37	4,00 **
Novembre	1900,16	2080,11	4,43	3,44
Décembre	2124,51	2091,87	5,00	3,78 **

Légende : Le volume mensuel moyen de capitaux émis est déflaté par l'indice mensuel des prix à la consommation. Le premier échantillon est composé de 830 émissions d'actions réalisées sur le marché parisien entre 1982 et 1997. Le second échantillon correspond à l'étude de Dereeper (1999, p. 452) sur 308 opérations entre 1989 et 1997. La significativité des données est mesurée à partir du test de Wilcoxon qui compare les rangs des observations d'un mois précis par rapport aux rangs des observations de la totalité des autres mois. Une probabilité de 1 % (5 %) de rejeter à tort l'absence de différence est signalée par *** (**).

Les statistiques confirment les résultats de Dereeper (1999). Au vu des deux échantillons, les mois de juin et d'octobre sont les plus actifs en volume de capitaux émis et en nombre d'opérations. À l'inverse, le mois d'août est le plus calme. Néanmoins, le mois d'octobre ne semble pas particulièrement plus actif sur l'échantillon le plus grand.

Cependant, les tests sont reproduits selon la périodicité adaptée à chaque hypothèse. Pour la mesure trimestrielle constituée en additionnant et en déflatant les produits des émissions, les tests de Fisher et de Kruskal-Wallis, permettant d'éprouver globalement l'hypothèse de saisonnalité, ne sont pas significatifs au seuil de 5 %

($F_{(3,60)}$ = 2,671 ; p = 5,5 % et χ_3^2 = 6,996 ; p = 7,2 %). Par contre, le nombre d'émissions est significativement différent selon le trimestre de l'année considéré ($F_{(3,60)}$ = 6,761 ; p < 0,01 % et χ_3^2 = 14,134 ; p < 0,03 %). L'activité est plus faible au premier trimestre (8,62 opérations en moyenne) qu'au deuxième (18,37 opérations en moyenne).

Afin de réduire l'influence des variations saisonnières, la mesure (mensuelle) de l'activité sur le marché primaire retenue est obtenue en lissant la somme mensuelle des produits bruts des émissions d'actions par un processus de moyenne mobile[196] d'ordre 6. Les résultats de ce paragraphe conduisent à la nécessité de considérer systématiquement un effet temporel dans les tests d'hypothèses.

3/ Les concentrations d'émissions d'actions ou la chaleur du marché boursier primaire

La recherche effectuée ici tient une position empirique alternative par rapport aux mesures quantitatives du volume d'émissions sur le marché boursier, en avançant les modalités techniques retenues pour codifier qualitativement le contexte boursier primaire. L'idée consiste à classifier les périodes de l'échantillon en sous-ensembles afin d'appréhender la « chaleur » sur le compartiment primaire (contexte chaud ci-après CH ou froid ci-après FR). Quelle est la signification des concentrations d'actions ou des périodes CH indépendamment des variations saisonnières intra-annuelles ?

Bayless et Chaplinsky (1996) établissent une moyenne mobile mensuelle d'ordre trois des diverses mesures du volume d'émissions d'actions, puis estiment les quartiles de ces séries. Une période durant laquelle le volume est important (faible) correspond à trois mois consécutifs où la moyenne mobile est supérieure (inférieure) au dernier (premier) quartile. Selon eux, 90 % des mois observés sur le marché américain sont classifiés identiquement quels que soient les centiles retenus. Dereeper (1999) recourt à deux estimateurs pour la mesure de l'activité. Il utilise le nombre d'émissions réalisées

[196] Les tests opérés (non reportés) sur cette série ne permettent pas de conclure à la présence d'un effet saisonnier.

et le montant déflaté des fonds collectés. Après avoir testé la signification de la saisonnalité de ces mesures, l'auteur estime les résidus de la régression des mesures quantitatives sur les variables économiques et sur les variations saisonnières. Il considère les résidus positifs (négatifs) comme les marchés chauds (froids). Selon lui, les résultats ne semblent pas très cohérents car le nombre et le volume d'émissions ne classent pas identiquement les périodes. Afin d'améliorer ce point, il distingue deux natures (chaud et froid) des mois étudiés selon que les résidus des montants collectés ou des nombres d'opérations sont inférieurs ou supérieurs à la médiane.

La solution retenue ici consiste à créer une variable qualitative susceptible d'appréhender la chaleur du marché français, à partir des 830 émissions d'actions réalisées entre 1982 et 1997 recensées dans les publications de l'année boursière, publiée par la SBF. La technique employée est reprise de l'article de Bayless et Chaplinsky (1996)[197], dans le but de classer les mois en périodes de forts et de faibles degrés d'activité sur le compartiment primaire. Cette recherche s'articule en deux étapes : d'abord, les critères retenus pour transformer la série quantitative en variable qualitative, puis, la présentation et la signification du calendrier obtenu. Les résultats présentés portent exclusivement sur la série des produits bruts des émissions d'actions déflaté par l'indice des prix à la consommation dans un souci d'économie d'espace[198].

La première étape consiste à estimer les quartiles de la moyenne mobile d'ordre 6 (de t-5 à t) de la somme mensuelle du produit brut des émissions d'actions réalisées. Afin d'assurer la persistance du volume de transactions sur le compartiment primaire, un mois t est considéré comme un marché chaud CH (froid FR) si, durant au moins trois mois consécutifs[199], la moyenne mobile est supérieure (inférieure) au troisième (premier) quartile. Ce critère de trois mois se justifie par le délai nécessaire à la

[197] Une technique similaire est utilisée par McQueen et Roley (1993) lorsqu'ils déterminent les périodes du cycle d'activité, non pas grâce à la définition classique du NBER sur le sens de l'activité économique (expansion ou récession), mais en estimant le niveau de l'activité grâce aux quartiles de la série du logarithme de la production industrielle. Pour leur part, Amit et Livnat (1988) séparent leur échantillon en deux groupes à l'aide du premier et dernier quartile sur chaque variable - explicative - de diversification, puis testent si chaque groupe possède la même moyenne.

[198] L'analyse menée à partir du nombre mensuel d'émissions conduit à des conclusions largement identiques.

[199] Soit les deux mois précédents et le mois t.

réalisation d'une opération d'émission d'actions. La seconde étape consiste à tester la réalité des périodes ainsi obtenues.

Sur les 187 mois observés, l'activité est faible pour 36 d'entre eux et forte durant 32 périodes. Les fonds collectés durant les mois froids, qui s'élèvent en moyenne à 398 millions de francs, sont significativement inférieurs à ceux collectés durant les marchés chauds (3 108 mF). Au total, 15 MF ont été obtenus par les entreprises durant les mois froids, soit environ 7 fois moins que les mois chauds. 95 % des mois obtiennent le même classement en retenant pour chaque mois non pas le montant total émis, mais la valeur corrigée des variations saisonnières (résidu de régression) ou d'autres centiles. Le Tableau n° 6 présente le calendrier des fluctuations de l'activité sur le marché primaire.

Tableau n° 6 : Calendrier d'activité sur le compartiment primaire (1982 – 1987)

Marchés Froids					
Début	Fin	Nombre de mois	Produit brut moyen	Test 1 par rapport au même marché (rang moyen)	Test 2 par rapport à l'ensemble des mois
Août 1982	Mai 1983	10	341,88	19,10	54,7 **
Mars 1984	Avr. 1984	2	231,72	15,50	44,50
Janv. 1985	Mai 1985	5	493,26	15,80	49,40 **
Juil. 1995	Déc. 1995	6	375,80	18,92	54,67 **
Sept. 1996	Sept. 1997	13	442,65	19,35	57,38 ***
	Total	*36*	*398,83*		*18,50* ***
Marchés Chauds					
Mai 1986	Déc. 1986	8	3 872,91	18,75	135,38 **
Mai 1989	Juil. 1990	15	3 162,28	16,60	118,60 **
Févr. 1994	Nov. 1994	10	3 483,94	20,30	136,70 ***
	Total	*33*	*3 432,03*		*163,73* ***

Légende : Les périodes sont obtenues à partir de la moyenne mobile d'ordre six de la somme pour chaque mois entre 1982 et 1997. Les mois chauds (froids) sont ceux pour lesquels la moyenne mobile est supérieure au troisième (premier) quartile durant trois mois consécutifs. Les tests 1 et 2 utilisent les statistiques de Wilcoxon à partir des rangs moyens pour apprécier la signification de la différence entre le marché testé et, respectivement, les autres mois présentant la même chaleur et l'ensemble de l'échantillon. Une probabilité de rejeter à tort l'hypothèse testée inférieure à 1 % (5 %) est signalée par *** (**).

En résumé, l'application de la méthode de Bayless et Chaplinsky (1996) sur le marché français conduit à identifier, premièrement, cinq marchés froids (ne se distinguant pas les uns des autres) qui sont significativement différents du reste de l'échantillon – à l'exception des mois de mars et avril 1984. Secondement, trois périodes peuvent être considérées comme particulièrement actives pour le placement de nouvelles actions (sans qu'elles se distinguent entre elles et en tenant compte des variations saisonnières annuelles). Qui plus est, à l'exception des mois de mars et avril 1984, la chaleur du marché semble persistante puisque les conditions, telles que le volume lissé d'émission est supérieur à 75 % des trimestres observés, perdurent de 8 à 15 mois.

Les tests résumés dans ce tableau confirment l'interrogation de départ (figure n° 1), selon laquelle les actionnaires ne jouent pas le même rôle dans le financement des entreprises françaises durant la période observée. D'un coté, les dirigeants ont largement recours à leurs services durant 9 années, s'étirant de 1986 à 1994, bien que le mouvement soit ralenti par le krach boursier de 1987. De l'autre, il est frappant de noter que les mois froids se concentrent en début et en fin de période étudiée, suggérant que le facteur déterminant l'activité sur le marché primaire n'est pas lié à un phénomène annuel (conjoncturel[200]), mais bien à des déterminants plus fondamentaux des choix de financement (structurels). Cette thèse soutient que les fluctuations macro-économiques peuvent expliquer les mouvements haussiers et baissiers de l'activité d'émissions de nouvelles actions par les entreprises. L'épreuve empirique de cette hypothèse (H1) est présentée dans la sous-section suivante.

[200] Tel que la proximité des déclarations de résultats et de dividendes ou l'ordre d'arrivée sur le marché des émissions des entreprises (Derepeer, 1999).

B) Les niveaux d'activité sur le compartiment primaire en France sont-ils liés aux fluctuations macro-économiques ?

Les augmentations de capital, effectuées par les entreprises cotées sous forme d'émissions d'actions nouvelles, devraient être réalisées le plus souvent durant les phases de croissance du cycle économique de la production industrielle, et à l'approche des pics du cycle boursier si les dirigeants maximisent la valeur des titres des actionnaires dans la firme (H1 et H1.b). Les résultats empiriques de Choe *et al*. (1993), qui confirment cette hypothèse, sont remis en cause par ceux de Bayless et Chaplinsky (1996), qui tendent à montrer l'absence d'évidence empirique forte. De même sur le marché français, les résultats de Dereeper (1999) soulignent l'absence de relation. Cependant, les particularités de l'économie française (peu de récession) et la taille de l'échantillon pourraient influer les conclusions des tests de l'hypothèse 1. Ces derniers consistent à extraire des périodes marquées par des contextes économiques et boursiers différents. Il s'agit en outre d'observer le comportement d'émission des entreprises, selon les deux mesures retenues de l'activité de placement sur le marché primaire. Comme les indices économiques sont établis périodiquement, deux positions sont tenues. D'abord, les tests sont réalisés en considérant qualitativement l'état de l'économie au moment où les entreprises réalisent leurs financements externes. Enfin, l'environnement économique peut être appréhendé à partir de l'indice de la production industrielle et de ses indicateurs avancés, censés décrire quantitativement les fluctuations économiques pour les agents (l'ensemble de ces variables est présenté dans l'annexe n° 2).

Qui plus est, les tests sont réalisés en contrôlant si la hausse des cours boursiers est corrélée aux volumes d'activité, quelle que soit la manière dont les fluctuations économiques sont appréhendées. Dereeper (1999, p. 422) trouve dans un échantillon similaire une sur performance boursière annuelle brute et nette significatives des émetteurs avant la réunion du conseil d'administration décidant une augmentation de capital. Néanmoins, il n'observe pas de sur performance anormale durant le trimestre

précédant son autorisation[201]. Selon l'analyse issue de ses entretiens, le choix d'un moment pour une augmentation de capital n'est pas effectué en fonction d'une hausse du cours boursier à très court terme.

Compte tenu des mesures retenues pour les variables, quatre spécifications des hypothèses sont possibles. Les tests consistent à mesurer la sensibilité premièrement, du volume d'émissions et deuxièmement, de la chaleur sur le compartiment primaire, au contexte et à la conjoncture économique, en contrôlant le niveau des cours boursiers.

1/ Le volume d'émissions selon le contexte et la conjoncture économique en France entre 1982 et 1997

L'hypothèse à tester est que le contexte ou la conjoncture économique explique les volumes. Le premier point consiste à décrire statistiquement les niveaux d'activité mensuelle dans les différents contextes économiques. Dans un second point, la réflexion porte sur le contrôle des variables métriques compte tenu de la diversité de la nature de la conjoncture économique.

Le niveau d'activité mensuelle est plus élevé durant les phases ascendantes du cycle économique sous H1. Celles-ci peuvent être définies soit comme les périodes allant d'un creux à un pic selon le calendrier économique fourni par Allard (1994)[202], soit lorsque la croissance économique s'éloigne de sa tendance à long terme.

[201] L'auteur ne parvient pas à identifier des changements de risque pour les titres durant l'année antérieure à une augmentation de capital, susceptible d'expliquer cette augmentation de la rentabilité offerte.

[202] En retenant les dates des cycles économiques proposées par Allard (1994), Rouy (1995) et Doz, Raboult et Sobczack (1995), les méthodes empiriques consistent à déterminer les points de retournement des séries des indices économiques sans faire référence à un modèle statistique sous-jacent. Plusieurs articles ont appliqué des méthodes de décomposition des séries temporelles en composantes tendancielles et cycliques (pour le marché boursier, voir Maurer, 1999).

Tableau n° 7 : Volume moyen trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier, selon le contexte économique.

Contexte	Volume moyen en mF	
Codifié selon les points de retournement	*N =*	
Récession : 1985, 1987, 1992, 1996	*16*	4 624
Neutre : 1983 et 1984, 1988 et 1989, 1991, 1993, 1995	*32*	5 004
Expansion : 1982, 1986, 1990, 1994, 1997	*16*	7 591
Tests d'égalité des moyennes $F_{(2,63)}$	*64*	1,106
Codifié selon l'écart à la tendance à long terme	*N =*	
Récession : 1982, 1991 à 1993	*16*	4 931
Neutre : 1983 à 1987, 1990, 1995 à 1997	*36*	4 928
Expansion : 1988 et 1989, 1994	*12*	8 272
Tests d'égalité des moyennes $F_{(2,63)}$	*64*	3,260 **

Légende : Les volumes trimestriels moyennes sont calculés selon le contexte économique, défini soit par les points de retournement soit par l'écart à la tendance. L'hypothèse d'homogénéité des variances pour chaque groupe est acceptée pour toutes les variables (tests non reportés). L'hypothèse nulle selon laquelle les valeurs moyennes des volumes mensuels sont identiques est acceptée en considérant que l'économie est caractérisée par une succession de pics et de creux conjoncturels. Cette hypothèse est rejetée lorsque le contexte est mesuré à partir des écarts de l'activité macro-économique à sa tendance à long terme, au seuil de 5 % pour **.

Au total, la relation apparaît extrêmement ténue puisque seul le volume d'activité est différent entre les contextes économiques identifiés à partir des écarts les plus important entre la croissance économique et sa tendance à long terme. Par la suite, les tests sont effectués sous forme de régressions linéaires multiples en anticipant un signe positif pour l'expansion et un signe négatif pour la récession. La limite de cette approche est de ne pas entrer suffisamment dans le détail et de conduire à des conclusions opposées selon la codification du contexte économique. Est-ce réellement le contexte d'une période qui importe (qualitatif) ou la conjoncture (quantitatif) ? L'étape suivante consiste à appréhender l'influence de celle-ci sur l'activité primaire.

Trois mesures économiques traditionnelles sont utilisées dans les tests *infra* ; il s'agit de la croissance de la production intérieure brute, de la structure à terme des taux d'intérêt et de l'écart de signature des taux pour un même terme. Concernant le climat boursier, deux variables sont retenues : la croissance passée des cours (traduisant une augmentation de la rentabilité) et le volume antérieur sur le compartiment primaire.

L'évolution de l'activité macro-économique est mesurée par le taux de croissance trimestriel du PIB brut (sans les variations de prix). Un coefficient positif confirmera la théorie testée[203] dans H1. La structure à terme des taux, représentée par l'écart logarithmique entre le taux long terme et le taux à court terme à la fin du trimestre t, est utilisée pour appréhender les fluctuations macro-économiques. L'hypothèse 1 suggère que le coefficient de régression du volume mensuel d'émissions d'actions sur la structure à terme de taux est négatif. L'écart de qualité de signature mesure, pour une échéance donnée, la différence entre le taux actuariel des emprunts des entreprises privées et le taux actuariel des bons du trésor public. L'hypothèse 1 implique que le coefficient de régression entre l'écart de qualité de signature et l'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire est négatif.

Le contexte sur le compartiment secondaire du marché boursier pourrait interférer avec les décisions des agents sur le compartiment primaire. L'hypothèse H1b soutient une relation positive entre la croissance des cours et le volume d'activité. La croissance des cours est appréhendée à partir du taux de rentabilité trimestriel de l'indice SBF 250 à la fin du trimestre considéré[204].

Pour anticiper sur les problèmes d'autocorrélation dans les séries temporelles, une variable décalée a été introduite. D'abord, sous la forme du volume du trimestre, il apparaît une forte corrélation entre les variables explicatives (colinéarité) ; enfin, sous la forme d'un résidu de prévision. La première étape consiste à estimer une prévision du volume sur un indicateur avancé de l'économie (la structure à terme des taux d'intérêt) et sur le taux de croissance trimestriel du PIB. En comparant cette prévision au volume réalisé, le résidu est indépendant des autres variables explicatives et il conserve son pourvoir explicatif. Cette variable traduit le nombre plus ou moins important

[203] Plusieurs autres mesures de l'activité économiques ont été testées : le taux de croissance trimestriel du PIB courant, ainsi que plusieurs décalages entre les périodes. Cependant, les résultats ne sont pas présentés dans la mesure où ils conduisent à des interprétations identiques.

[204] Plusieurs autres spécifications concernant la durée de la période d'observation des cours boursiers (1, 6, 12 ou 24 mois) ont été éprouvées sans que les résultats ne soient différents de ceux présentés ci-dessous. La portée des résultats est à mettre en relief avec l'indisponibilité de l'indice SBF 250 avant 1991 dans la base de données. La conséquence de cette indisponibilité est aussi l'absence dans les régressions d'un contrôle de la variance mensuelle de l'indice boursier, censée appréhender une incertitude pour les investisseurs associée négativement à l'activité d'émissions.

d'émissions d'actions attendues compte tenu des informations économiques disponibles. Un coefficient négatif traduit un retour à la moyenne et un coefficient positif, la persistance des phases d'un cycle.

Les deux tableaux suivants présentent les résultats de plusieurs spécifications empiriques à propos du volume d'activité mesuré mensuellement par le produit brut des émissions, puis par le nombre d'émissions. Ces résultats seront alors mis en relief avec ceux des recherches antérieures.

Tableau n° 8 : Régressions du volume trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 selon l'environnement économique (produits bruts).

VOLUME : PRODUITS BRUTS D'EMISSIONS D'ACTIONS (EN LOGARITHME)				
Nombre de trimestres observés	64			
R-deux ajusté	0,156 ***	0,159 **	0,228 ***	0,192 ***
Durbin Watson	1,698	1,804	2,139	2,171
Test Belsey Kuh Welsch[205]	2,215	2,308	15,185	2,314
Trimestre ($F_{(3,57)}$ de Fisher)	3,023 **	3,162 **	4,794 ***	4,211 ***
Récession	- 0,224	- 0,224	- 0,069	- 0,061
Expansion	0,924 **	0,756 **	0,439	0,570
Taux de rentabilité sur le trimestre (t)		- 5,878	- 6,110	- 6,996
Volume du trimestre précédent (t-1)			0,332 ***	
Erreur de prévision du trimestre (t-1)				0,283 **
Mesures quantitatives				
Nombre de trimestres observés	64			
R-deux ajusté	0,157 **	0,173 ***	0,232 ***	0,207 ***
Durbin Watson	1,734	1,698	2,273	2,155
Test Belsey Kuh Welsch	2,616	2,661	16,489	2,655
Trimestre ($F_{(3,57)}$ de Fisher)	3,086 **	3,326 **	4,515 ***	4,096 **
Croissance du PIB en volume (t)	55,895 **	50,525 **	38,002	43,375
Structure à terme des taux d'intérêt (t-1)	- 1,741 **	- 1,503 **	- 1,248	- 1,637 **
Risque de signature en (t-1)	- 7,317			
Taux de rentabilité sur le trimestre (t)		- 7,316		-7,482
Volume du trimestre précédent (t-1)			0,322 **	
Erreur de prévision du trimestre (t-1)				0,283 **

Légende : La variable dépendante est le logarithme des produits bruts d'émissions d'actions par trimestre. Le facteur explicatif est l'environnement économique, appréhendé soit par les variables dichotomiques (récession et expansion)

[205] La statistique de ce test correspond à la racine carrée du rapport de la première à la dernière valeur propre de la matrice de variance covariance. Une valeur inférieure à 15 (supérieure à 30) permet d'accepter (de rejeter) l'absence de colinéarité des variables explicatives.

soit par les indicateurs du cycle économique (taux de variation du PIB et structures des taux). Les régressions sont contrôlées par la croissance des cours boursiers et un effet temporel (cet effet testé par une statistique F de Fisher, est toujours significatif[206]). Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

Tableau n° 9 : Régressions du volume trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 selon l'environnement économique (nombre d'émissions).

VOLUME : NOMBRE D'EMISSIONS D'ACTIONS				
Nombre de trimestres observés	64			
R-deux ajusté	0,288 ***	0,384 ***	0,407 ***	0,436 ***
Durbin Watson	1,852	1,985	2,166	2,081
Test Belsey Kuh Welsch	2,215	2,333	2,770	5,648
Trimestre ($F_{(3,57)}$ de Fisher)	7,456 ***	8,954 ***	12,975 ***	11,423 ***
Récession	- 2,056	- 0,201	- 1,075	0,080
Expansion	4,944 **	4,674 **	3,714	3,826 **
Taux de rentabilité sur le trimestre (t)		- 4,912 ***		- 3,290 **
Nombre d'émissions du trimestre (t-1)			0,426 ***	0,322 ***
Mesures quantitatives				
Nombre de trimestres observés	64			
R-deux ajusté	0,321 ***	0,367 ***	0,421 ***	0,444 ***
Durbin Watson	2,019	2,140	2,211	2,126
Test Belsey Kuh Welsch	2,625	2,687	3,588	6,354
Trimestre ($F_{(3,57)}$ de Fisher)	7,289 ***	7,987 ***	11,825 ***	11,567 ***
Croissance du PIB en volume	41,546 ***	37,011 **	29,930	27,885
Structure à terme des taux d'intérêt	-11,03 ***	- 9,019 **	- 7,621 **	- 6,515 **
Risque de signature en (t-1)	-29,45			
Taux de rentabilité sur le trimestre (t)		- 6,179 **		- 4,563
Nombre d'émissions du trimestre (t-1)			0,398 ***	0,355 ***

Légende : La variable dépendante est le nombre d'émissions d'actions par trimestre. Les autres variables sont identiques au tableau précédent.

Quelle que soit la mesure retenue, l'explication du volume des produits bruts par la théorie proposée est globalement faible même si elle n'apparaît pas contredite par les faits observés. Les conditions de la régression linéaire sont respectées. Dans le détail de l'étude des produits bruts trimestriels des émissions, les périodes d'expansion et de croissance élevée du PIB traduisent un volume plus important. Cependant, le contrôle dans les régressions de facteurs liés au contexte boursier accroît la probabilité de rejet à

[206] Ce test parvient à différencier significativement les variations saisonnières entre le premier et le troisième trimestre (activité faible) face au deuxième et quatrième (activité élevée).

tort de cette hypothèse au-delà du seuil de 5 % (entre 6 et 13 %). L'influence de la structure à terme des taux d'intérêt est probablement négative, mais extrêmement ténue puisque le niveau de signification varie entre 5 et 11 %. Concernant le contexte boursier sur le marché secondaire censé influencer l'activité primaire, la croissance des cours durant les périodes antérieures aux émissions d'actions ne semble pas affecter le montant de fonds collectés par les entreprises. En raison d'une probable autocorrélation d'ordre un du volume trimestriel (p = 7,4 %), l'erreur de prévision du volume à partir des informations économiques permet de prévoir l'activité du trimestre suivant. Le coefficient traduit une persistance dans le temps du volume.

La qualité de la théorie proposée pour étudier le volume à partir du nombre d'opérations réalisées trimestriellement est de meilleure qualité. Le R^2 varie de 28 à 44 %. Les variables économiques présentent le signe anticipé ; alors que les variables boursières (la croissance des cours) pourraient présenter un signe opposé à celui prévu. Le nombre moyen d'émissions est supérieur lorsque l'économie est en expansion ou lorsque le rythme de croissance est soutenu. Les variables économiques sont capturées aussi partiellement par le climat boursier. Plus l'écart de taux à terme est faible (traduisant le retournement conjoncturel haut d'un cycle), plus le nombre d'opérations est important. La croissance des cours influe négativement sur le nombre d'émissions d'actions, à l'exception de la formulation contenant la conjoncture économique et le nombre d'émissions durant le trimestre précédent. Ce résultat est différent du volume en valeur et tend à infirmer la théorie de la sélection adverse selon laquelle les entreprises favorisent les émissions d'actions lorsque le marché est haussier[207]. Enfin, aucune autocorrélation n'apparaît dans les spécifications estimées à propos de l'introduction de la variable retardée. Cette mesure de l'activité d'émissions de nouveaux titres présente aussi une certaine persistance (autocorrélation d'ordre 1 significativement positive) ; le nombre d'émissions d'actions est important lorsqu'il l'était récemment.

Ces résultats sont comparables à ceux de la littérature. Choe *et al*. (1993) obtiennent un R^2 de 35 %, avec des niveaux de signification des variables économiques

[207] Cette conclusion tient cependant à l'horizon de mesure de la croissance des cours, puisque les autres mesures qui ont été testées ne sont pas significatives. L'influence reste statistiquement négative lorsque la croissance durant les 3 derniers mois est rapportée à la croissance sur 24 mois. Cette dernière mesure permet de relativiser les conditions d'émissions ambiantes avec celles antérieures.

plus importants. Ils estiment que, ni la performance des cours, ni les variations de taux d'intérêt n'ont un pouvoir explicatif significatif, lorsque les variables économiques sont introduites (p. 18). Les R^2 ajustés obtenus ici sont plus importants que ceux de Dereeper (1999), vraisemblablement en raison de la forme de l'introduction du phénomène saisonnier. Il ne distingue aucun changement de l'activité d'émissions d'actions selon la croissance du PNB ou de la FBCF. Aucune des variables boursières (taux de rentabilité et variance de l'indice) n'est significative selon son tableau n° 14 (*op. cit.* p. 458).

Au total, quelle que soit la mesure retenue (les produits bruts des émissions ou le nombre périodique d'émissions), les conclusions sont identiques à l'exception de l'influence négative des cours boursiers. En outre, la persistance temporelle du volume suggère d'analyser qualitativement l'activité primaire pour appréhender les périodes où celle-ci est relativement importante eu égard des autres périodes.

2/ Les marchés chauds sont-ils économiquement favorables ?

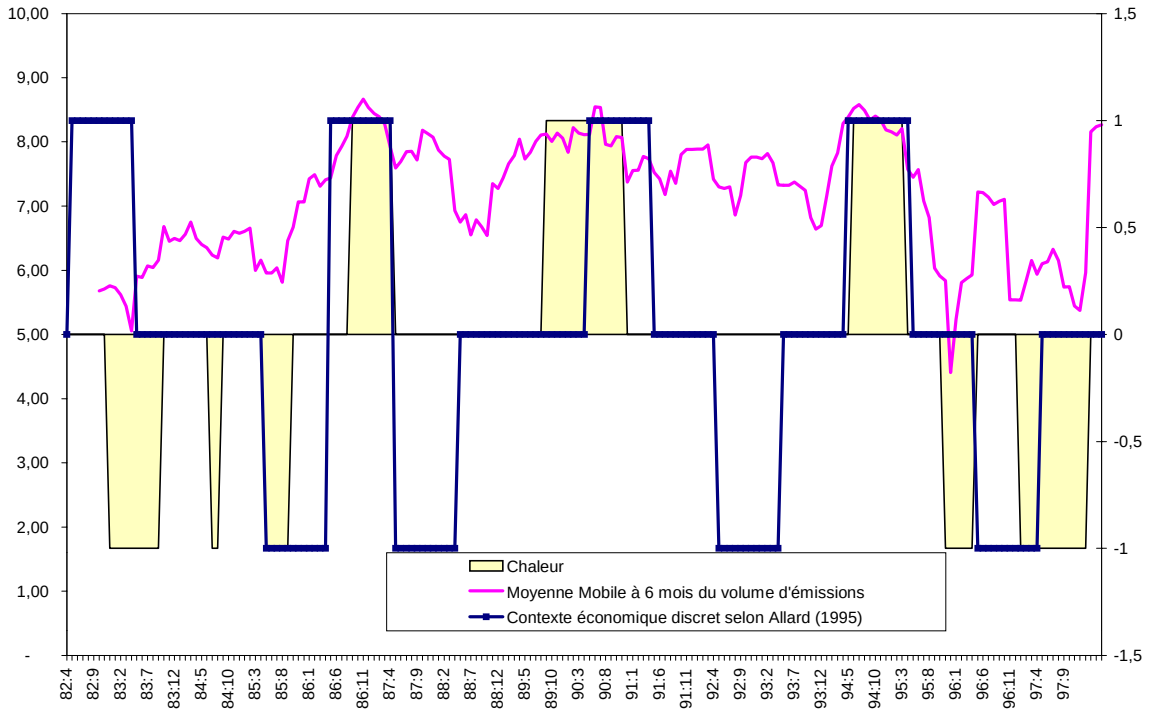
En outre, les concentrations d'émissions sont supposées être conjointes à un état économique favorable. Le premier paragraphe vise à mettre en relation le contexte macro-économique et la chaleur sur le compartiment primaire, en superposant les variables qualitatives. Le deuxième paragraphe permet de présenter le reversement de cette formulation : si l'hypothèse 1 est valide, la conjoncture économique devrait être identique selon chaque état du marché primaire. Le troisième paragraphe teste l'hypothèse selon laquelle la conjoncture économique permet de déceler la chaleur du marché, en contrôlant le niveau des cours.

a) Le contexte économique et la chaleur du marché primaire

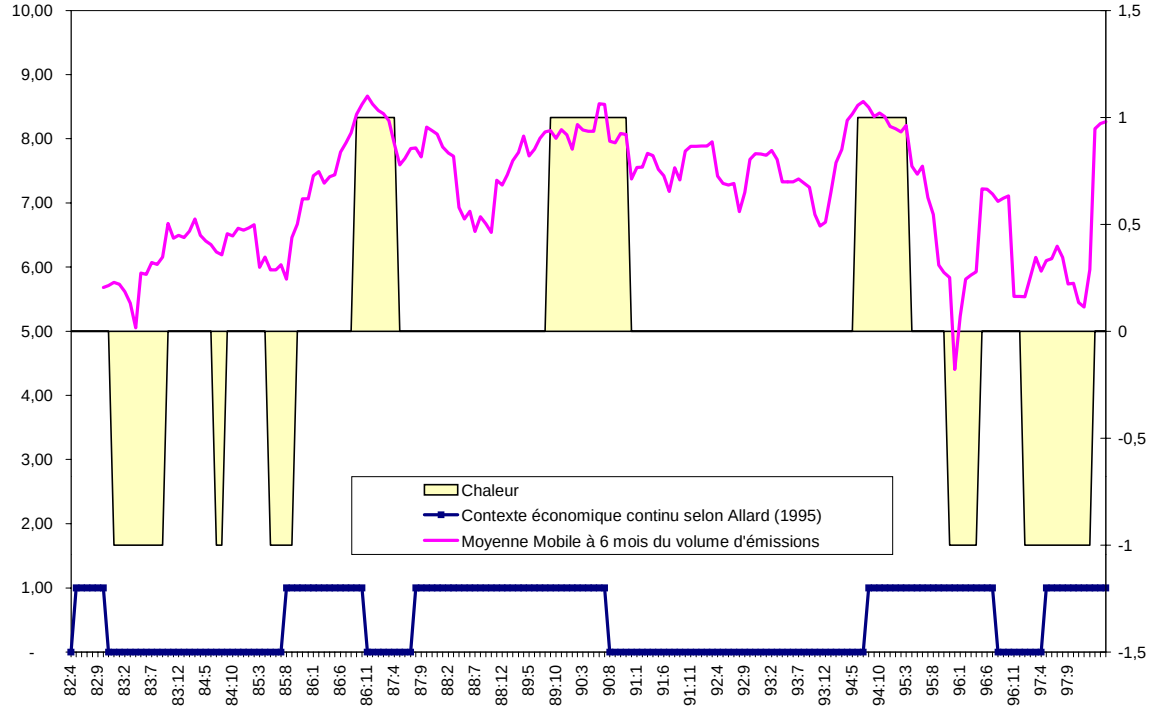
Pour appréhender l'association entre la chaleur sur le marché primaire boursier et le contexte économique, les graphiques suivants reportent la moyenne mobile d'ordre 6 de la somme des montants collectés (échelle logarithmique), les mois chauds et froids selon la méthode utilisée par Bayless et Chaplinsky (1996) et le contexte économique.

Celui-ci est mesuré selon 3 critères. Le premier graphique correspond au calendrier proposé par Allard (1994) dans lequel il identifie les points de retournement du cycle conjoncturel. Le deuxième graphique considère que le contexte économique est soit l'expansion (d'un creux à un pic), soit la récession (d'un pic à un creux). Le troisième graphique présente la classification à trois états (récession, neutre, expansion) selon l'écart à la tendance à long terme.

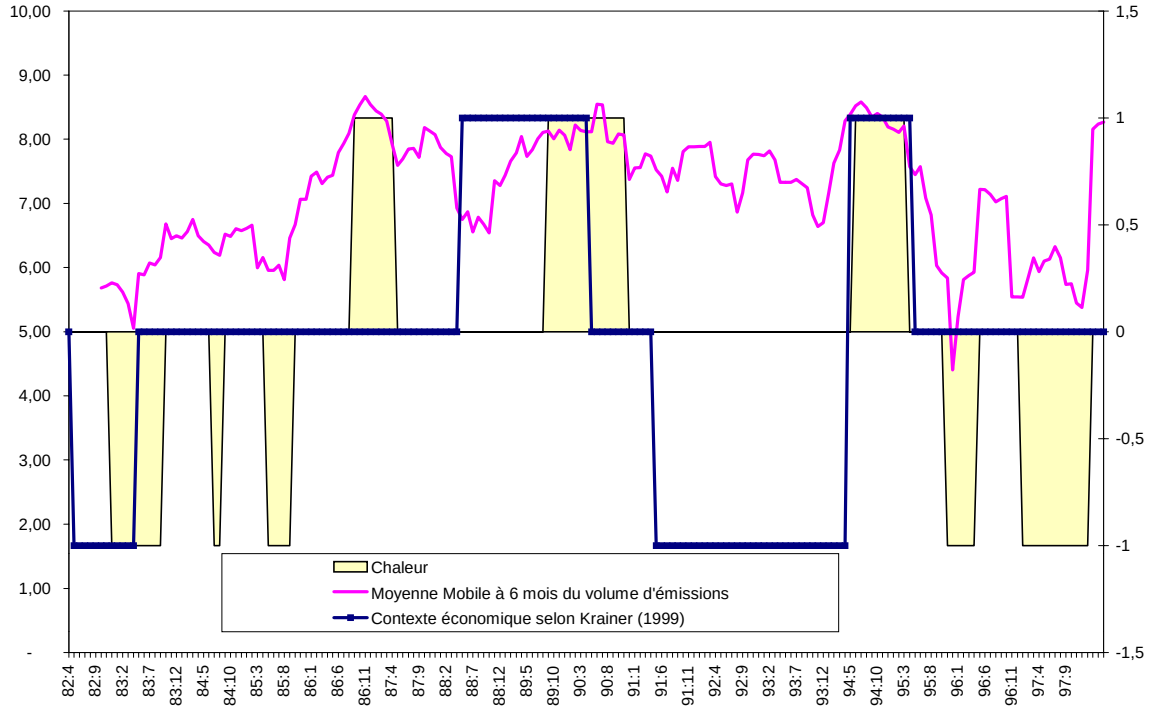
Graphique n° 13 : Chaleur du marché et points de retournement conjoncturels



Graphique n° 14 : Chaleur du marché et contexte économique à 2 états.



Graphique n° 15 : Chaleur du marché et contexte économique à 3 états.



Les points de retournement conjoncturels sur le marché des biens et services, qui apparaissent sur le Graphique n° 13, correspondent relativement bien à la chaleur sur le marché primaire, à l'exception de l'année 1982. Le retournement conjoncturel de début 1987 ne se retrouve pas directement dans la chaleur du marché puisqu'il est en concurrence avec le krach boursier d'octobre de la même année. Cependant, même si l'activité semble plus faible, comparativement aux mois adjacents, elle est supérieure à celle des mois froids.

Il apparaît aussi plusieurs coïncidences sur le Graphique n° 14 qui représente le contexte économique à deux états. La période de récession entre le pic conjoncturel de mi 1982 et le creux de début 1985 est marquée par un contexte froid sur le compartiment primaire. Ensuite, l'expansion, relativement courte jusqu'au second trimestre 1986, montre une nette amélioration du contexte boursier, pendant lequel les entreprises ont favorisé les émissions d'actions. La conjoncture économique favorable jusqu'au pic de 1990 est caractérisée par un degré élevé d'activité d'émissions d'actions. De plus, le marché chaud de 1994 se réalise après le creux conjoncturel.

Néanmoins, les marchés froids de 1995 et 1997 sont réalisés dans un contexte expansionniste caractérisé par le trou d'air.

Les discordances entre le contexte économique identifié à partir des écarts à la tendance et la chaleur sur le compartiment primaire selon le Graphique n° 15 sont plus nombreuses. Les récessions ne sont pas marquées par des marchés froids. Cependant, les phases d'expansion, notamment 1994, correspondent partiellement aux marchés chauds.

Au total, les conclusions sont mitigées. Sur la période de 1982 à 1997, plusieurs faits stylisés du cycle d'affaires semblent associés à l'activité sur le compartiment primaire. La chaleur du marché boursier primaire semble être influencée plus par le franchissement des points de retournement que par la performance actuelle de l'économie (par rapport à sa croissance à long terme). Cependant, il apparaît aussi de nombreux moments où le marché primaire semble déconnecté du contexte macro-économique. La conjoncture économique serait donc appropriée pour anticiper l'activité d'émissions de nouvelles actions.

b) La conjoncture économique est-elle identique pour un état du marché primaire ?

Ce paragraphe vise à vérifier empiriquement si la conjoncture est réellement différente selon la chaleur sur le compartiment primaire. Si les fluctuations économiques sont à l'origine des variations du coût de sélection adverse du financement externe, la conjoncture devrait être différente pour les marchés froids et chauds. Le Tableau n° 6 présente les tests de différences de moyennes de nombreuses variables économiques, selon le calendrier de la chaleur du compartiment primaire.

Tableau n° 10 : La conjoncture économique selon la chaleur du marché primaire.

	Marché			Test
Variables économiques et boursières	Chaud n =11	Neutre n = 41	Froid n= 12	Kruskal-Wallis
Structure à terme des taux	0,084	0,093	0,353	13,36 ***
Écart de signature	- 0,016	- 0,015	- 0,002	2,25
Taux de croissance trimestriel				
du PIB en volume (en %)	0,661	0,476	0,284	3,03
du PIB en volume en t-1 (en %)	0,726	0,453	0,336	2,97
du PIB courant (en %)	1,369	1,447	1,193	1,15
du PIB courant en t-1 (en %)	1,485	1,465	1,301	0,95
Taux de croissance des cours boursiers				
sur 24 mois (en %)	32,55	27,81	24,11	0,17
sur 12 mois (en %)	28,30	40,06	69,76	4,54
sur 6 mois (en %)	24,60	43,63	62,96	4,06
sur 3 mois (en %)	- 1,78	0,49	1,77	7,57 **

Légende : Pour chaque chaleur du compartiment primaire défini dans le tableau n° 5, la moyenne des indicateurs de la conjoncture économique est estimée sur la période de 1982 à 1997 (structure à terme des taux, écart sur signature et taux de croissance du PIB). La disponibilité des cours boursiers limite l'estimation des moyennes de taux de croissance des cours avant (ou durant) les périodes caractérisées par la chaleur du marché primaire sur la période de 1991 à 1997[208]. Le test non paramétrique de Kruskal-Wallis à 2 ddl permet de comparer les rangs entre les trois chaleurs du marché. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'absence de différence est signalée par *** (**).

Les résultats des tests réalisés conduisent à conclure à une relation ténue entre la conjoncture économique et la chaleur sur le marché primaire. Seules la structure à terme des taux d'intérêt et la croissance des cours boursiers durant le trimestre courant sont statistiquement différentes selon la chaleur du marché primaire[209]. Cependant, ces

[208] C'est-à-dire au marché chaud de 1994 et à deux marchés froids de 1995 et 1997.

[209] Un test de Mann-Whitney, qui permet de tester la différence entre les marchés froids et les marchés chauds à partir de comparaison des rangs des observations, présente des conclusions identiques aux tests du tableau précédent. Tout au plus, la croissance économique en volume sur les deux derniers trimestres est significativement inférieure durant les marchés froids par rapport aux marchés chauds (au seuil de 5 %).

Le test paramétrique de Duncan permet d'identifier des sous-ensembles identiques qui diffèrent les uns des autres au seuil de 5 % lorsque le test de Fisher est significatif. Les conclusions de celui-ci sont strictement identiques à celles présentées dans le tableau n° 5. Selon celui-là, la structure à terme des taux d'intérêt durant les marchés froids est significativement supérieure à celles des marchés chauds et neutres (qui ne sont pas différentes). Ce résultat corrobore la théorie selon laquelle l'activité primaire est importante lorsque l'écart de taux est faible ; c'est-à-dire à l'approche du point de retournement haut …/

résultats tendent à renforcer H1 et à rejeter H1.b. En effet, les périodes CH ne sont pas caractérisées par une forte croissance des cours, qui serait à l'origine de la préférence des entreprises pour les émissions d'actions (théorie du financement hiérarchique). Au total, aucune variable traduisant les fluctuations de la production intérieure ne diffère selon la chaleur. Néanmoins, ce paragraphe présente des tests qui se bornent à identifier des différences entre les déterminants supposés, sans appréhender leur pouvoir explicatif respectif.

c) La conjoncture économique permet-elle de prédire la chaleur du marché boursier primaire ?

Enfin, ce paragraphe tente d'appréhender la mesure dans laquelle les variables conjoncturelles sur le marché des biens et services et le marché boursier sont susceptibles de prévoir la chaleur du marché primaire. La régression logistique permet d'apprécier le pouvoir explicatif des variables métriques sur une variable dépendante booléenne. La variable à expliquer est la chaleur du marché, soit deux variables, l'une CH qui prend la valeur 1 si le trimestre considéré est un marché chaud et 0 sinon ; l'autre FR, prenant la valeur 1 si le trimestre considéré est un marché froid et 0 sinon. Les variables traditionnelles de la conjoncture économique sont retenues : le taux de croissance trimestriel du PIB en volume (les mesures en francs courants et les mesures décalées conduisent à des estimations relativement similaires, mais rejetant l'hypothèse alternative plus fréquemment – non reportées). Le contexte boursier est appréhendé à partir de la croissance des cours durant le trimestre (les autres horizons testés – 6, 12 et 24 mois – conduisent à des estimations identiques – résultats non reportés).

(*suite note de bas de page n° 209*) du cycle économique. Cependant, si la faiblesse de l'écart traduit une augmentation des taux d'intérêt, celle-ci implique une faveur plus importante des entreprises envers les fonds propres au détriment des dettes financières. Par ailleurs, le taux de rentabilité de l'indice SBF 250 pour un trimestre de marché chaud est significativement inférieur aux taux de rentabilité durant les marchés neutres et froids (qui ne sont pas différents). Ce résultat infirme l'hypothèse H1b selon laquelle les émissions d'actions sont réalisées lorsque la croissance récente des cours boursiers a été soutenue.

Tableau n° 11 : Régressions logistiques de la chaleur du marché sur la conjoncture économique.

	MARCHE FROID		MARCHE CHAUD	
Nombre de trimestres observés	64			
Qualité de l'ajustement	65,12 **	68,30 **	57,05	49,73
R-deux de Nagelherke	0,56 ***	0,57 ***	0,11	0,28 **
Trimestre	- 0,27	- 0,25	0,02	0,08
Croissance du PIB en volume (t)	- 32,95 ***	- 33,96 ***	12,67	12,71
Structure à terme des taux d'intérêt (t)	8,88 ***	8,38 ***	- 2,49	- 3,47
Risque de signature (log) en (t)	50,46 **	52,96 **	- 13,57	- 12,95
Taux de rentabilité depuis 3 mois (t)		10,52		- 38,71 **

Légende : La variable Marché Froid prend la valeur 1 lorsque le trimestre appartient au calendrier froid établi dans le Tableau n° 6 et 0 sinon. La variable Marché Chaud prend la valeur 1 lorsque le trimestre appartient au calendrier chaud établi dans le Tableau n° 5 et 0 sinon. La signification de chaque coefficient est éprouvée grâce au test de Wald. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort la nullité d'un coefficient est signalée par *** (**).

La régression est globalement satisfaisante pour l'étude des marchés froids. Le coefficient du taux de croissance économique confirme la théorie selon laquelle la diminution du rythme de l'activité est synonyme de marché froid pour l'émission d'actions (coefficient négatif). De même, un écart de taux à terme important (traduisant une récession économique) conduit à anticiper un marché froid (coefficient positif). Enfin, le marché froid est positivement associé au risque de signature (permettant d'appréhender un risque économique plus important en période de récession). Cependant, la croissance des cours boursiers durant le dernier trimestre ne possède aucun pouvoir explicatif (alors que la différence est significative selon le paragraphe précédent).

Pour les marchés chauds, aucune variable économique n'apparaît significative[210], traduisant probablement la relation selon laquelle la conjoncture est une condition nécessaire mais non suffisante pour entraîner un niveau élevé d'activité sur le compartiment primaire. Par contre, la croissance des cours durant le trimestre considéré est négativement associée à la chaleur, rejetant H1.b. Les autres horizons ne sont pas

[210] Les niveaux de signification se situent entre 8 et 14 %. Il en est de même pour les décalages temporels des variables présentées.

significatifs. Autrement dit, les cours ne doivent pas traduire une surévaluation potentielle des titres – une croissance récente et rapide – pour que le marché primaire soit actif.

Au total, les conclusions de cette analyse viennent compléter celles des graphiques n° 13 à 15. En effet, les marchés froids dépendent bien de la conjoncture économique, mais pas les marchés chauds. Le volume important d'activité sur le marché primaire en 1994 semble lié à l'évolution des cours boursiers, alors que les marchés froids ne dépendent pas du contexte boursier. Le tableau suivant présente les erreurs de classement des observations et confirme cette conclusion.

Tableau n° 12 : Table de classification de marchés froids et chauds

MARCHE FROID				
		Prédictions		% de classification correcte
	N = 64	Neutre	Froid	
Observations	Neutre	50	2	96,15 %
	Froid	4	8	66,67 %
			total =	*90,63 %*

MARCHE CHAUD				
		Prédictions		% de classification correcte
	N = 64	Neutre	Chaud	
Observations	Neutre	52	1	98,11 %
	Chaud	8	3	27,27 %
			total =	*85,94 %*

Pour le premier modèle (FR), le taux de classification des observations de 90 % traduit que le modèle spécifié parvient à classer 96 % des marchés neutres et 66 % des marchés froids à partir des informations économiques. Alors que celles-ci ne permettent pas d'identifier les marchés chauds.

* * *

* *

*

Cette section a présenté les différents moyens d'appréhender l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier français. Plusieurs séries ont été étudiées sur la période 1982 à 1997. D'abord, l'étude du nombre d'émissions et du montant des fonds collectés par les entreprises conclut à de fortes variations, à la fois annuelles et à long terme. Ces deux indicateurs conduisent visiblement à des estimations identiques de l'évolution longitudinale du volume d'activité. Ensuite, la chaleur du marché a été appréhendée qualitativement en identifiant les périodes chaudes CH (froides FR) où les produits bruts des émissions d'actions sont supérieurs (inférieurs) au dernier (premier) quartile. Ces variables permettent d'identifier un calendrier utile pour appréhender les choix de financement au niveau individuel en contrôlant les coûts de financement sur le marché financier.

À partir de ces moyens, l'objectif de ce travail est d'éprouver l'hypothèse selon laquelle l'activité d'émissions de nouveaux titres sur le marché dépend des fluctuations macro-économiques en raison de leur influence sur les coûts contractuels (dans le sens d'une augmentation du volume durant les conjonctures économiquement favorables). Les conclusions vont dans le sens d'une confirmation de la théorie testée quelle que soit la mesure de l'activité retenue (le volume ou la chaleur).

- Même si le volume semble peu associé aux contextes économiques, les variables du cycle d'affaires influent significativement sur le produit des émissions d'actions. Les phases de croissance rapide du PIB en volume (lorsque l'écart par rapport à la tendance à long terme est important) sont des périodes où l'activité du placement d'actions est importante. De même, l'activité s'accroît lorsque la structure à terme des taux d'intérêt indique un retournement conjoncturel haut. Qui plus est, le volume tend à être persistant dans le temps, suggérant que les émissions d'actions se concentrent.
- Cependant, les conjonctures économiques mesurées durant les périodes de concentration (CH) ou de rareté (FR) des émissions d'actions ne permettent pas de conclure que les fluctuations macro-économiques sont un facteur déterminant. Les seules relations entre le volume ou la chaleur sur le marché primaire tiennent essentiellement sur la structure à terme des taux d'intérêt.
- Le rôle joué par le niveau et l'évolution des cours boursiers est mineur. Il pourrait être le catalyseur permettant de lancer l'augmentation de l'activité sur le compartiment primaire. Mais, l'hypothèse 1.b selon laquelle l'activité

primaire augmente avec la croissance des taux de rentabilité des titres boursiers tend à être rejetée.

- Néanmoins, la conjoncture économique est une condition nécessaire au déroulement d'une phase d'augmentation de l'activité d'émissions d'actions puisqu'un climat économique sombre permet d'anticiper un marché froid.

Cependant, les déterminants des marchés chauds et froids pourraient ne pas être les mêmes. Selon Cornett, Mehran et Tehranian (1998), le marché apparaît « excessivement optimiste » à propos des projets d'investissement des émetteurs d'actions lorsque l'activité sur le compartiment primaire est élevée, en raison de l'importance accordée aux caractères de l'environnement, comparativement aux attributs spécifiques à la firme, lors de l'évaluation des actifs au moment de l'émission. Ce type de raisonnement requiert d'étudier les déterminants de l'émission selon chacune des phases du cycle économique.

La principale limite du modèle retenu pour éprouver H1 est l'absence de contrôle de l'investissement des entreprises. L'activité d'émissions d'actions pourrait être plus importante lorsque les entreprises ont besoin de financer leurs investissements sur les marchés. Dereeper (1999) note que la formation brute de capital fixe ne permet pas d'expliquer ses mesures du volume. La raison pour laquelle l'investissement n'a pas été contrôlé est que celui-ci est fortement corrélé, au niveau macro, aux variables du cycle économique. Le dépassement de cette limite nécessite la substitution d'une mesure relative du volume (à l'investissement) à une mesure brute. Des mesures de la couverture financière des investissements sont proposées dans la partie suivante pour étudier si les décisions de financement s'ajustent afin de minimiser les coûts de financement[211].

Néanmoins, l'information concernant l'activité sur le marché primaire n'est pas dénuée de sens pour les services financiers des grandes entreprises. Le niveau d'activité informe sur le contexte boursier ambiant et, par extension, sur les coûts de financement.

[211] Les incidences de l'investissement sur les choix de financement sont probablement mieux appréhendées au niveau individuel, car les arbitrages entre les sources sont supposés s'effectuer à ce niveau, alors que l'activité sur le compartiment primaire est censée être déterminée par les comportements des individus (*cf.* chapitre 2).

L’hypothèse 4 suggère que les choix de financement sont associés au volume d’activité ou à la chaleur sur le marché primaire, si ceux-ci appréhendent le coût de sélection adverse. D’autant plus qu’une relation positive entre le coût de sélection adverse traditionnel (la réaction des cours à l’annonce d’une émission d’actions) et le volume renforcerait l’intérêt de cette hypothèse.

Section 2 : Réactions des investisseurs sur le marché boursier à l'annonce d'émissions d'actions selon le contexte économique et le contexte boursier

Dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre partenaires financiers, les réactions des actionnaires à l'annonce d'opérations de financement peuvent se porter sur les prix d'équilibre sur le marché boursier. La réaction des cours à l'annonce d'une émission de titres est censée détecter l'influence des imperfections informationnelles sur les décisions financières. Cette réaction correspond au taux de rentabilité anormal moyen de l'action autour de la date d'annonce de l'opération de capital par rapport au taux de rentabilité espéré grâce à un modèle d'évaluation des actifs financiers. Dans la plupart des études françaises, les déterminants des réactions des cours sont propres à l'émetteur et aux caractéristiques de leurs émissions. Les conclusions des tests réalisés ne sont pas clairement établies dans les études de Hamon et Jachquillat (1992), Hachette (1994) et Gajewski et Ginglinger (1996) par exemple. Dereeper (1999) trouve des réactions significativement négatives à la date du conseil d'administration autorisant l'augmentation de capital et l'émission d'actions.

Cependant, le schéma développé dans l'étude de l'influence des fluctuations économiques sur les décisions de financement sous-tend que la réaction des partenaires financiers à l'annonce d'une opération d'augmentation de capital dépend du contexte économique dans lequel elle se déroule. Le débat se déplace vers la question de l'influence sur la réaction des investisseurs sur le marché secondaire à l'annonce d'une émission d'actions nouvelles selon, respectivement, l'environnement non spécifique et les informations spécifiques. Quelle est la réaction moyenne du marché selon le contexte économique ? Quelle est la part de la réaction des cours pouvant être maîtrisée par les dirigeants soit en adaptant les modalités d'émissions, soit en choisissant l'environnement dans lequel elles se réalisent ? Par une approche empirique originale, la méthode retenue pour résoudre ce problème consiste à évaluer les réactions des cours à l'annonce d'émissions d'actions nouvelles et à déterminer dans quelle mesure elles dépendent de l'environnement comparativement aux informations spécifiques à l'émission ou à l'émetteur.

L'hypothèse H2 est que la réduction des taux de rentabilité anormaux durant les périodes de croissance économique est liée aux effets de la sélection adverse sur le marché boursier, qui sont moindres durant ces périodes. Elle est déduite du modèle développé par Choe *et al.* (1993). Le test de cette hypothèse prend deux formulations selon que le contexte économique est considéré qualitativement ou quantitativement. La première démarche consiste à tester l'hypothèse selon laquelle il existe des différences entre les taux de rentabilité anormaux moyens à l'événement entre deux échantillons constitués par les émissions d'actions réalisées durant respectivement les périodes de croissance économique et les dépressions. La seconde démarche consiste à tester si la réaction des cours associée à l'annonce d'émissions d'actions lors de la publication de visas de la COB est moins défavorable (plus favorable si elle est positive) à l'émetteur lorsque les débouchés économiques augmentent, en contrôlant les facteurs traditionnels. Les résultats empiriques des études antérieures militent faiblement en faveur de cette hypothèse. Les travaux pionniers de Choe *et al*. (1993) soulignent le manque d'évidence empirique ($R^2 < 10$ %) ; leurs résultats dépendent de l'échantillon sélectionné et des estimateurs retenus. Bayless et Chaplinsky (1996) ne concluent à une relation entre la réaction des cours et les facteurs économiques que si l'émission est réalisée sur un marché primaire particulièrement actif. Toutefois, le schéma théorique dressé dans cette thèse suppose de tenir compte des interactions entre les niveaux macro-économiques et individuels. L'approche originale proposée pourrait améliorer le degré d'acceptation de cette hypothèse 2.

L'hypothèse H3 suggère que les périodes de concentration des émissions d'actions (présentées dans le Tableau n° 6) sont favorables aux entreprises et doivent donc enregistrer les effets d'annonce les plus modérés. La théorie de Choe *et al.* (1993) prédit que le nombre d'émissions d'actions réalisées est plus important durant les périodes où la réaction des investisseurs à l'annonce est moindre, dans la mesure où celle-ci représente le coût de sélection adverse. L'hypothèse 3 suppose une association positive entre le volume d'émissions et le taux de rentabilité anormal des cours à l'annonce, qui est le résultat de la déduction de H1 et H2. Cependant, les travaux sur le marché français de Dereeper (1999), qui conclut à l'absence de relation, vont à l'encontre des résultats empiriques américains. Notamment, Bayless et Chaplinsky (1996) obtiennent un effet informationnel, important selon eux, et indépendant des conditions macro-économiques.

Cette section s'articule autour de l'extraction de la réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions sur le marché français à partir de la méthode des études d'événements (§A). Les résultats ainsi produits sont contrôlés en fonction des facteurs spécifiques à l'émission et à l'émetteur, puis des estimateurs macro-économiques, en considérant successivement qualitativement et quantitativement le contexte économique, et enfin des estimateurs du volume d'activité sur le marché boursier primaire (§B).

A) La méthodologie de l'étude d'événements et de l'extraction des taux de rentabilité anormaux

Une méthodologie des études d'événements (Hamon et Jacquillat, 1992 ; Hachette, 1994) est mise en œuvre sur un échantillon français d'augmentations de capital afin d'extraire les taux de rentabilité anormaux moyens à l'annonce de ces opérations et de tester leur significativité. La réalisation de l'étude réside dans les choix d'une date d'événement, du modèle théorique et de l'échantillon.

L'étude d'événements consiste à mesurer la réaction des cours à la date d'événement t = 0 lors de la publication de l'autorisation de la COB, donnée à l'émetteur pour augmenter son capital social en numéraire. Les études menées par Hamon et Jacquillat (1992), Hachette (1994), Cotillard (1996), Chollet et Ginglinger (1996), Gajewski et Ginglinger (1998) et Dereeper (1999) mettent en évidence la sensibilité des résultats au choix d'une date d'événement[212], à la nature du titre émis

[212] Les étapes importantes dans une procédure d'augmentation de capital susceptibles d'influencer les cours boursiers sont la réunion du conseil d'administration autorisant la modification du capital social, l'avis de la COB, la publication au BALO, la réalisation de l'opération et le détachement du droit préférentiel de souscription de l'action (ci après DPS).

Sur l'échantillon sélectionné par Gajewski et Ginglinger (1996), le conseil d'administration autorisant l'émission précède de 5 à 7 jours en moyenne l'autorisation de la COB. Cet avis est suivi de 5 à 8 jours par la parution de l'opération dans le BALO. Selon Dereeper (1999, p. 82, 140 opérations de 1989 à 1997 sur le marché français), le délai moyen de réalisation d'une augmentation de capital est de 15,3 séances de bourse à partir de la date de réunion du conseil d'administration décidant de celle-ci. Le délai moyen entre cette dernière date et l'obtention du visa de la COB autorisant l'émission est de 8,3 séances (médiane de 3 séances). Le délai moyen entre le visa de la COB et la date de la publication au BALO …/

(actions sèches, ABSA, OC, OBSA), et au mode d'émission (directe ou avec DPS, avec ou sans garantie bancaire de bonne fin). La fenêtre de l'étude retenue est de [-10 ; +10] séances de bourse autour de la date de parution du visa de la COB autorisant l'émission d'actions (t = 0). Ce choix permet éventuellement de laisser apparaître les réactions des investisseurs aux autres dates importantes de la réalisation d'une augmentation de capital.

Le modèle appliqué afin d'obtenir le taux de rentabilité espéré sur la fenêtre entourant l'événement est le modèle de marché à un facteur sur la période d'observation t = -160 à t = - 11 séances. L'indice de marché utilisé est le SBF 250 en rentabilité globale. Les taux de rentabilité des titres des émetteurs sont mesurés quotidiennement à partir du dernier cours coté corrigé des opérations sur le capital. Tous les intervenants du marché boursier sont censés prendre simultanément connaissance de l'information à la date du visa de la COB et l'asynchronisme des données est ignoré. Seuls sont retenus les titres dont les cours sont disponibles dans la base de données AFFI-SBF. S'il manque des données durant la période d'événement, l'émission n'est pas comptabilisée dans l'échantillon. S'il manque moins de 5 données durant la période d'observation, les cours sont lissés (par interpolation linéaire).

L'échantillon est constitué de 77 émissions d'actions réalisées en France entre mai 1990 et octobre 1996, établi à partir du rapport annuel de la COB et de l'Année Boursière. L'ensemble des émissions d'actions réalisées durant cette période sur le marché français représente 239 opérations (tous marchés confondus). Seules 59 émissions sèches et 18 émissions d'ABSA ont été sélectionnées en raison de la disponibilité des cours des émetteurs et de la significativité du coefficient *bêta* du modèle de marché durant la période d'observation. Les tests distinguent les émissions d'actions sèches de celles assorties d'un bon de souscription d'actions. Un second échantillon composé exclusivement des émissions sèches est considéré dans les tests afin de contrôler la différence liée à la nature des titres.

(*suite de la note de bas de page n° 212*) et celui entre cette dernière et la date de réalisation de l'opération sur le marché, sont de l'ordre de 3 et 4 séances et correspondent à leur valeur médiane. Il conclut que, dès la validation de l'opération par les autorités de marché, les délais de réalisation de l'opération sur le marché primaire sont en moyenne de 7 séances de bourse.

La technique des études d'événements consiste à étudier l'évolution des cours des titres à la date de réalisation d'un événement. La mesure utilisée, le taux de rentabilité anormal RA_{it}, est la différence entre le taux de rentabilité observé par un titre i à la date t, R_{it}, et son taux de rentabilité anticipé par le modèle de marché $E(R_{it})$ (*cf.* Équation n° 29). Ce dernier taux est obtenu en deux temps. Il s'agit en premier de réaliser une régression linéaire des (160-11) taux de rentabilité observés du titre i sur le taux de rentabilité de l'indice retenu afin d'estimer les coefficients du modèle spécifié. En second, ces coefficients sont utilisés pour établir, grâce au taux de rentabilité de l'indice durant la fenêtre R_{mt}, la prévision des 21 taux de rentabilité du titre i durant la fenêtre entourant l'événement (*cf.* Équation n° 28). Le taux de rentabilité anormal moyen à la date t, RAM_t, est la moyenne des RA_{it} à cette date. Sous l'hypothèse nulle H_0 selon laquelle les cours ne réagissent pas à la réalisation de l'événement étudié, le taux de rentabilité anormal est distribué selon une loi de Student T ; il est obtenu de la manière suivante :

Équation n° 28 : $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i.R_{mt}$.

Équation n° 29 : $RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

En coupes instantanées [213] : sous H_0.

Équation n° 30 : $RAM_t = \frac{1}{N}\sum_i RA_{it}$

Équation n° 31 : $\sigma(RAM_t) = \sqrt{\frac{1}{N-1}\sum_i (RA_{it} - RAM_t)^2}$

Équation n° 32 : $T_{RAM} = \frac{RAM_t}{\sigma(RAM_t)/\sqrt{N}} \rightarrow T_{N-1}$.

Ces tests paramétriques de moyenne nulle supposent que la distribution des RA_{it} suive une loi de Laplace-Gauss et donc que les RAM_t soient également distribués

[213] Boehmer, Musumeci et Poulsen (1991) suggèrent d'utiliser ce test lorsqu'il existe une auto-corrélation des taux de rentabilité anormaux ; toutefois, celui-ci n'ajuste pas les différences de variances des erreurs.

normalement. En outre, par hypothèse les RA_{it} sont indépendamment et identiquement distribués[214]. Afin de tenir compte de l'hétéroscédasticité des variances entre les résidus de la régression (voir Armitage, 1998), les tests sont réalisés en standardisant les RA_{it} de la manière suivante.

Équation n° 33 : $SRA_{it} = RA_{it} / \sigma(RA_i)$

Équation n° 34 : $\sigma(RA_i) = \sqrt{\frac{1}{T-2}\sum_{t=-160}^{-11} RA_{it}^2}$

La statistique de test Z, estimée à la date t en calculant la moyenne des SRA_{it}, suit une loi normale centrée réduite sous l'hypothèse nulle.

Équation n°35 : $SRAM_t = \frac{1}{N}\sum_i SRA_{it}$

Équation n° 36 : $Z_t = SRAM_t / \sqrt{(N)} \rightarrow N(0,1)$

Les résumés statistiques des taux de rentabilité anormaux moyens pour chaque date t autour de la date d'événement sont indiqués dans le tableau suivant. Les taux de rentabilité anormaux des titres des émetteurs à la date de publication du visa de la COB sont négatifs et statistiquement significatifs au seuil habituel.

[214] La normalité des résidus a été testée avec un test de Béra-Jarque (1980) sur le *skewness* et le *kurtosis*. L'hypothèse nulle de normalité des résidus ne peut être rejetée au seuil de 1% sur la période d'observation (χ_2^2 = 2,88). Pour l'échantillon composé uniquement des émissions sèches, le χ_2^2 = 1,16. Un test du signe et un test de Kolmogorov-Smirnov (Pupion et Pupion, 1998) ont été réalisés sur l'échantillon afin de tenir compte d'une modification probable de la variance des RA_{it} lors de la réalisation de l'événement. Les résultats ne sont pas présentés car l'hypothèse de normalité n'est pas rejetée. De plus, ces derniers sont sensiblement identiques à ceux des tests paramétriques.

Tableau n° 13 : Taux de rentabilité moyens en % en excès par rapport au modèle de marché lors de la publication du visa de la COB autorisant une augmentation de capital par émission d'actions.

	N= 77 actions sèches et Absa			N = 59 actions sèches		
t	RAM	T_{RAM}	Z	RAM	T_{RAM}	Z
-10	- 0,15	- 0,66	- 0,70	0,02	0,06	- 0,10
-9	- 0,02	- 0,12	0,36	- 0,03	- 0,12	0,57
-8	- 0,20	- 0,82	- 0,71	- 0,20	- 0,75	- 0,73
-7	- 0,33	- 1,35	- 0,79	- 0,53	- 1,95	- 1,44
-6	- 0,13	- 0,62	- 0,90	- 0,08	- 0,34	- 0,70
-5	- 0,20	- 0,97	- 0,82	- 0,02	- 0,08	0,07
-4	0,13	0,44	0,98	- 0,25	- 0,68	- 0,51
-3	0,02	0,07	- 0,33	0,13	0,36	- 0,06
-2	- 0,26	- 1,19	- 1,05	- 0,20	- 0,74	- 0,63
-1	- 0,30	- 1,44	- 1,13	- 0,51	- 2,01 **	- 1,52
0	**- 0,73**	**- 3,07** ***	**- 5,27** ***	**- 0,83**	**- 2,87** ***	**- 5,39** ***
1	0,32	0,94	0,72	0,28	0,72	0,72
2	- 0,35	- 1,11	- 2,00 **	- 0,30	- 0,77	- 1,77
3	- 0,14	- 0,50	- 1,01	- 0,24	- 0,74	- 1,30
4	- 0,21	- 0,79	- 0,61	- 0,46	- 1,55	- 1,09
5	- 0,55	- 1,11	- 2,38 **	- 0,78	- 1,25	- 2,87 ***
6	**- 0,99**	**- 2,80** ***	**- 4,47** ***	**- 1,26**	**- 2,72** ***	**- 4,99** ***
7	- 0,61	- 1,54	- 3,28 ***	- 0,86	- 1,69	- 3,96 ***
8	- 0,63	- 1,70	- 2,29 **	- 0,62	- 1,43	- 1,77
9	- 0,08	- 0,36	- 0,13	- 0,14	- 0,51	- 0,34
10	**- 0,78**	**- 2,76** ***	**- 3,01** ***	- 0,53	- 2,14 **	- 1,68

Légende : Les tests portent sur deux échantillons, le premier est composé des 77 émissions d'actions satisfaisant les critères de sélection et le second est composé exclusivement d'actions sèches. Pour chaque séance autour de la date de publication du visa de la COB, la colonne RAM désigne les taux de rentabilité anormaux moyens. Les colonnes suivantes informent sur les statistiques de test, respectivement un test de Student et un test de la loi normale. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse de l'absence de réaction est signalée par *** (**). Les dates pour lesquelles les taux de rentabilité anormaux sont significativement différents de zéro au seuil de 5 % pour les deux tests conjointement sont indiquées en gras.

Le taux de rentabilité anormal moyen est de – 0,73 % sur l'échantillon de 77 émissions (– 0,83 % sur l'échantillon de 59 émissions sèches) à la date (t = 0) du visa de la COB. Il est significativement différent de zéro au seuil de 5%, quelle que soit la statistique utilisée pour les deux échantillons. Selon Dereeper (1999, p. 100), les taux de rentabilité anormaux à la date d'obtention du visa de la COB et les deux séances qui la suivent, sont significativement négatifs (respectivement - 0,38 % (t = -2,76) ; - 0,27 % (t = - 1,80) et - 0,52 % (t = -1,68)). Il en est de même à la date (t = 6) correspondant à la

réalisation de l'opération ; date à laquelle le taux de rentabilité anormal peut s'expliquer par les coûts de transaction liés au détachement des DPS. Par ailleurs, aucun taux de rentabilité en excès de la norme du marché n'est statistiquement décelé avant la date d'événement.

En conclusion, l'hypothèse nulle d'absence d'impacts informationnels à la date d'événement est rejetée compte tenu du faible niveau de probabilité de rejet à tort. La théorie de la sélection adverse n'est pas infirmée sur l'échantillon sélectionné. Cette réaction des cours à l'annonce est supposée représenter un coût (informationnel) de financement (externe) pour l'entreprise que les dirigeants sont censés réduire. L'effet de la sélection adverse sur les cours des actions dépend, par hypothèse, de deux catégories de facteurs. D'une part, les caractéristiques de l'émission et de l'émetteur peuvent déterminer l'asymétrie d'information. D'autre part, l'environnement peut influer sur l'ensemble des entreprises et sur la position des investisseurs[215]. La problématique de la sous-section suivante consiste à contrôler les facteurs spécifiques à l'opération afin d'appréhender dans quelle mesure les réactions des investisseurs sont liés à l'environnement économique.

B) Une explication des réactions des cours à l'annonce d'une émission d'actions par la conjoncture macro-économique et l'activité sur le compartiment primaire, contrôlée par les facteurs traditionnels

L'objet de cette sous-section est d'appréhender l'influence, respectivement, des fluctuations de l'activité macro-économique et du marché boursier primaire sur les réactions des cours boursiers à l'émission d'actions, comparativement aux explications traditionnelles fondées sur les facteurs spécifiques à l'opération. Cependant, si l'opportunité d'émettre de nouvelles actions pour une entreprise en particulier repose sur le degré d'asymétrie d'information entre elle et le marché boursier, plusieurs

[215] Peu d'études empiriques sur les données françaises contrôlent les réactions des cours à l'annonce des émissions d'actions par les variables macro-économiques. Par exemple, les régressions sur la sous-évaluation des bons de souscriptions d'actions de Chollet et Ginglinger (1996) tiennent compte de l'année de réalisation de l'opération, ce qui peut rendre compte de la tendance de la production industrielle sur la période d'étude.

facteurs sont susceptibles d'être à l'origine des concentrations d'émissions : (i) le calendrier technique ; (ii) le cycle économique – si les réactions des cours sont plus favorables en expansion ; (iii) le volume d'émissions – s'il induit des réactions moins défavorables. Mais, l'interrogation porte sur le degré de l'association entre les fluctuations économiques et l'activité sur le marché boursier primaire, pour expliquer les réactions des cours. Celui-ci est à l'origine de la controverse ouverte par Bayless et Chaplinsky (1996) à propos des travaux de Choe *et al*. (1993).

Les tests proposés, et leurs articulations, permettent d'apporter une réponse à cette controverse. En effet, les tests tiennent compte des variables spécifiques et contextuelles, en considérant leurs interactions (contexte et conjoncture économique puis volume et chaleur primaire)[216]. De plus, ils sont réalisés afin de tester séparément et conjointement l'influence de la conjoncture économique et du volume d'activité primaire.

Le plan proposé de cette sous-section est le suivant. Dans un premier temps, le test de l'hypothèse 2 est d'abord réalisé en considérant le contexte économique de 1990 à 1996, avant le test de l'hypothèse 3 selon la chaleur du marché primaire. Les mesures empiriques des facteurs, ainsi que les relations entre eux, déterminant les réactions des cours à l'annonce sont présentées dans un deuxième temps. Enfin, dans un troisième temps, les tests de l'hypothèse 2 et 3 sont réalisés conjointement, en contrôlant les facteurs explicatifs, à partir des mesures quantitatives des fluctuations économiques et du volume d'activité sur le compartiment primaire.

[216] Ces premières sont soit les caractéristiques de l'émetteur, notamment sa dotation en opportunités d'investissement et sa performance boursière précédemment à l'augmentation de capital, soit celles de l'émission, telle que la taille de l'opération. Ces variables sont essentiellement de nature quantitative. *A contrario*, la conjoncture macro-économique peut être appréhendée soit qualitativement (par exemple, en classifiant les périodes étudiées en expansion ou en récession), soit quantitativement (par exemple à partir du taux de croissance de la production industrielle). Cependant, la théorie suggère que les variables indépendantes sont censées être associées entre elles, par exemple, si les besoins de financement sont plus importants durant les phases d'expansion. Si l'hypothèse H1 est acceptée, le produit brut de chaque émission devrait être plus important durant les périodes où l'activité est accrue sur le compartiment primaire.

1/ La réaction des cours à l'annonce d'émissions d'actions en France selon le contexte macro-économique et la chaleur du marché primaire de 1990 à 1996

L'hypothèse à tester est que le taux de rentabilité anormal des cours boursiers des émetteurs à l'annonce d'une augmentation de capital est plus faible lorsque le contexte économique est favorable[217] ; c'est-à-dire durant une phase de croissance. Le Graphique n° 16 représente la moyenne des taux de rentabilité anormaux pour chaque année observée. Cependant, aucun des taux moyens par année ne diffère statistiquement des autres (tests non reportés). L'épreuve de confrontation à la réalité est organisée dans la première partie du Tableau n° 14, afin de classer les taux de rentabilité en excès moyens à la date de parution du visa de la COB autorisant l'émission de titres de propriété selon l'état du contexte (récession, expansion ou neutre[218]), puis à estimer la significativité de ces estimations. La seconde partie du Tableau n° 14 présente si les taux de rentabilité anormaux sont moindres durant les marchés chauds comparativement aux marchés froids en raison de niveaux d'asymétrie d'information réduits.

[217] Cela traduit, pour l'émetteur, un gain de réaliser une opération durant une phase d'expansion économique.

[218] Les codifications utilisées dans cette section sont analysées dans l'annexe n° 2, traitant de l'activité économique française durant la période étudiée. Le calendrier définit par Allard (1994) soutient que les points de retournement de l'activité (identifiés selon la méthode de Hodrick et Prescott, 1980) sont les étapes essentielles du contexte économique. Alternativement, le cycle économique peut être définit à partir des écarts importants par rapport à la tendance à long terme de la croissance du PIB.

Graphique n° 16 : Taux de rentabilité anormaux moyens en % à l'annonce d'une émission d'action, par année de 1990 à 1996 (échantillon composé d'émissions d'actions et d'absa, n = 77).

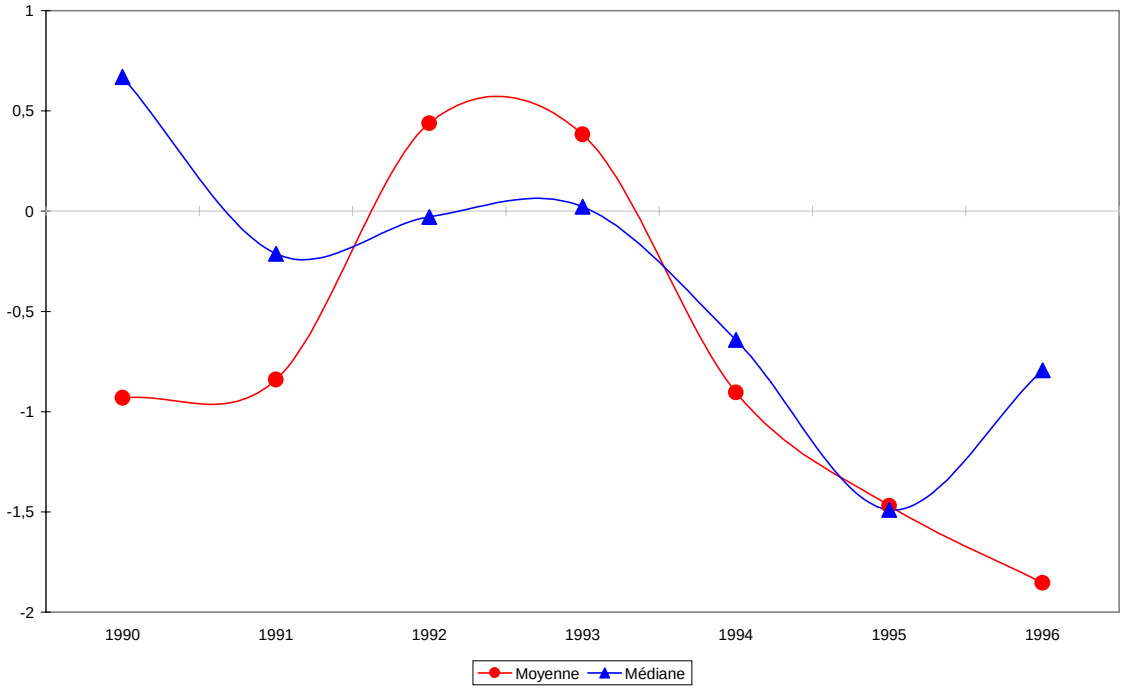


Tableau n° 14 : Taux de rentabilité anormaux moyens selon le contexte économique et la chaleur du marché boursier primaire, entre 1990 et 1996.

Contexte	*Émissions d'actions sèches*		*… et d'absa*	
Codifié selon les points de retournement conjoncturels	*N = 59*	- 0,83 %	*N = 77*	- 0,73 %
Récession : 1992, 1995	*18*	- 1,05 %	*21*	- 0,98 %
Neutre : 1991, 1993, 1996	*17*	- 0,18 %	*24*	- 0,25 %
Expansion : 1990, 1994	*24*	- 1,13 %	*32*	- 0,91 %
Test d'égalité des moyennes $F_{(2,n-1)}$		0,70		0,64
Test d'égalité des moyennes χ_3^2		0,67		0,50
Codifié selon les écarts à la tendance à long terme	*N = 59*	- 0,83 %	*N = 77*	- 0,73 %
Récession : 1991 à 1993	*21*	0,25 %	*29*	0,06 %
Neutre : 1990, 1995 et 1996	*18*	- 1,82 %	*21*	- 1,58 %
Expansion : 1994	*20*	- 1,07 %	*27*	- 0,90 %
Test d'égalité des moyennes $F_{(2,n-1)}$		3,34 **		3,00
Test d'égalité des moyennes χ_3^2		4,12		3,55
Chaleur du marché primaire	*N = 59*	- 0,83 %	*N = 77*	- 0,73 %
Froid : 1995 et 1996	*4*	- 3,68 %	*4*	- 3,68 %
Neutre : 1990 à 1993, 1996	*36*	- 0,34 %	*48*	- 0,43 %
Chaud : 1994	*19*	- 1,15 %	*25*	- 0,81 %
Test d'égalité des moyennes χ_2^2		- 0,64		- 0,28
Test des rangs moyens de Wilcoxon		0,38		0,43

Légende : Les moyennes des taux de rentabilité anormaux sont calculées selon le contexte économique, défini soit par rapport à la tendance à long terme de l'économie, soit par rapport aux points de retournement conjoncturels. Le calendrier de la chaleur du marché primaire retenu est celui du Tableau n° 6. L'hypothèse d'homogénéité des variances pour chaque groupe est acceptée pour toutes les variables (résultats non reportés). Bien que les taux de rentabilité soient distribués normalement, le faible nombre d'observations contraint à substituer un test de Kruskal-Wallis à celui de Fisher. L'hypothèse nulle selon laquelle la valeur moyenne des taux de rentabilité anormaux est identique est acceptée quelle que soit la mesure utilisée pour appréhender l'environnement ; à l'exception de l'estimation paramétrique sur l'échantillon d'émissions sèches selon la codification obtenue à partir des écarts à la tendance, où celle-ci est rejetée au seuil de 5 % pour **.

L'interprétation des résultats obtenus suggère que les taux de rentabilité en excès lors de l'annonce d'une émission d'actions ne présentent pas d'évolution significative sur la période étudiée et ne dépendent pas du contexte économique, en s'en tenant aux

tests non paramétriques de Kruskal-Wallis. Concernant la chaleur du marché, deux tests non paramétriques ont été réalisés compte tenu du faible nombre d'émissions d'actions durant les marchés froids observés dans l'échantillon. Le premier test de Kruskal-Wallis ne permet pas d'identifier une différence de réactions des cours selon la chaleur du marché primaire. Le second test de Wilcoxon ne parvient pas à valider que les 19 (ou 25) émissions d'actions réalisées sur un marché chaud (1994) entraînent une réaction moindre de la part des investisseurs, comparativement aux autres états sur le marché boursier. Ces résultats confirment ceux obtenus par Dereeper (1999) sur le marché français, mais sont contraires à ceux du marché américain.

La position de Bayless et Chaplinsky (1996) est que la réaction des investisseurs à l'annonce est moindre durant les périodes où le niveau d'activité sur le marché primaire est important ; c'est-à-dire durant les marchés chauds identifiés précédemment (suggérant un coefficient positif dans les régressions). Dans la table 1 p. 261, ils rapportent les réactions cumulées sur deux jours pour les émissions réalisées selon le niveau d'activité primaire (*hot, cold, normal*). Le taux[219] de rentabilité anormal moyen est de – 3,3 % (significatif à 1 %) pour les émissions réalisées dans les marchés froids alors que ce taux est de – 2 % (significatif à 1 %) durant les périodes où l'activité est importante sur le marché primaire. La différence de taux de rentabilité entre les deux conditions de marché boursier primaire est de + 1,3 % en faveur du marché chaud (significatif à 1 %). À partir des régressions du taux de rentabilité cumulé à l'événement en contrôlant les facteurs macro-économiques, boursiers et individuels, ils estiment les coefficients des variables *hot* à + 0,59 % (significatif à 5 %) et COLD à – 0,95 % (significatif à 1 %). Lorsque le niveau d'activité est apprécié grâce à une variable quantitative, le coefficient est de 2,91 (significatif à 1 %) exprimant qu'une augmentation du volume d'activité réduit la réaction négative des cours.

Dereeper (1999, p. 463) teste l'effet d'annonce d'une augmentation de capital en fonction de l'activité des émissions d'actions sur le marché boursier (à la date de réunion du CA). Seul l'échantillon de 35 opérations directes d'émissions d'actions présente des taux de rentabilité anormaux inférieurs, durant les mois chauds par rapport

[219] Il est établi en soustrayant le taux de rentabilité du marché, du taux de rentabilité cumulé entre la date d'annonce et le jour précédent (CAR(-1 ;0)).

aux mois froids, selon le nombre mensuel d'opérations (le test de Wilcoxon confirme la signification d'un écart de 1,28 % au seuil de 5 %). L'ensemble des autres tests effectués ne permet pas de confirmer une divergence de réaction des cours à l'annonce selon l'activité des émissions d'actions du marché boursier.

Cependant, l'influence de l'économie sur les réactions des cours à la publication du visa de la COB peut prendre d'autres formes, notamment via les facteurs spécifiques.

2/ Les facteurs spécifiques déterminant la réaction des cours à l'annonce d'émissions d'actions en France

Ce paragraphe présente, dans un premier temps, les variables indépendantes spécifiques, qui sont soit liées à l'émission (le produit brut de l'augmentation de capital en numéraire), soit propres à l'émetteur (le ratio Q de Tobin et la sur performance du titre de l'émetteur). Dans un second temps, il s'agit dans ce paragraphe de tester les relations entre les variables explicatives. En effet, des corrélations peuvent être soupçonnées entre les variables individuelles et les variables décrivant le contexte économique et boursier (violant les hypothèses des modèles statistiques utilisés).

L'importance d'une émission peut influer sur la réaction des cours à l'annonce de celle-ci dans la mesure où elle est censée transmettre de l'information au marché (Myers et Majluf, 1984 ; Lucas et McDonald, 1990). Plus la taille de la transaction est importante, plus la probabilité qu'elle soit motivée par la détention d'informations privées est élevée, plus le risque de sélection adverse est important. La taille est appréhendée à l'instar de Gajewski et Ginglinger (1998), par le logarithme du produit brut de l'émission. Un coefficient négatif est anticipé entre celui-ci et le taux de rentabilité en excès.

La mesure de la sur performance boursière du titre de l'émetteur vise à appréhender la dépendance de l'évaluation de la société à l'annonce de l'opération à sa rentabilité boursière antérieure. Dans le modèle de Lucas et McDonald (1990, p. 1027), plus la performance de la firme a été supérieure à celle du marché précédemment à

l'événement, plus le taux de rentabilité anormal du titre est négatif en t = 0, à l'annonce de l'événement, car la sous-évaluation est supposée être plus prononcée[220]. Le coefficient de régression de ce dernier sur la variable sur performance[221] devrait donc être négatif.

Le ratio Q de Tobin mesuré au début de l'année d'émission – rapport de la capitalisation boursière et des dettes financières sur la valeur comptable des capitaux propres et des dettes financières – est utilisé comme estimateur des options d'investissement. La détention d'opportunités d'investissement dans le portefeuille d'actifs de l'émetteur est censée réduire la réaction des investisseurs à l'annonce d'une émission de titres[222]. Les tests réalisés par Denis (1994) décrivent une corrélation positive et significative entre l'effet d'annonce d'une émission d'actions et les diverses

---

[220] Asquith et Mullins (1986) et les études suivantes ont montré que les entreprises placent généralement leur augmentation de capital après une croissance des cours boursiers. Pour un échantillon de 122 opérations réalisées entre 1987 et 1997 et comprenant celui étudié dans cette section, Dereeper (1999, p. 425) mesure la sur performance boursière brute et nette moyenne des émetteurs sur la période de – 240 à – 1 jours de bourse avant l'émission. Il apparaît que la croissance brute des cours avant la réalisation d'une émission directe d'actions est de + 30 % durant l'année précédente (+ 19 % par rapport à l'indice de marché) et de + 21 % pour les émissions d'actions avec DPS (+ 10 % par rapport à l'indice de marché) (ces résultats sont significatifs au seuil de 5 %).

[221] Dans la mesure où la somme des résidus tend vers 0, la sur performance est mesurée par l'écart entre la performance cumulée réalisée du titre et sa rentabilité cumulée espérée par rapport à l'indice de marché entre la date t = -160 et t = -11. Gajewski et Ginglinger (1998) et Dereeper (1999) mesurent cette variable à partir du cumul des taux de rentabilité de l'émetteur durant 200 et 240 séances de bourse.

[222] Plusieurs théories soutiennent cette hypothèse. Selon la théorie de la sélection adverse, les transferts de richesses entre les anciens et les nouveaux actionnaires sont moindres si la détention d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'actifs de l'émetteur réduit la réaction du cours boursier à l'annonce d'une émission de titres, même s'il reste en théorie, négatif en raison de l'imperfection de l'information (Myers et Majluf, 1984). Selon la théorie du sous-investissement, la maximisation de la valeur des actions de l'entreprise implique que le dirigeant finance les projets d'investissement par fonds propres. La théorie des flux de liquidités discrétionnaires argumente une relation positive entre la valeur des possibilités d'investissement et le taux de rentabilité en excès à l'annonce d'une émission d'actions. Le taux de rentabilité anormal du cours à l'annonce d'une émission d'actions peut être, en théorie, positif lorsque l'émetteur présente des projets d'investissement particulièrement rentables (Jensen, 1986). Selon la théorie de l'enracinement de Zwiebel (1996), plus la valeur des opportunités de croissance est élevée, plus le dirigeant en place réduit la part du financement assurée par dettes ; la rentabilité des investissements lui permettant d'accroître sa valeur aux yeux des actionnaires par rapport à celle des prétendants à son poste dans la firme (d'où un accueil plus favorable du marché). Son besoin d'utiliser la dette pour se dédouaner est moindre. Ainsi, la décision d'émettre des actions est synonyme de mauvaise nouvelle pour les actionnaires, car cela signifie que le dirigeant est suffisamment enraciné pour augmenter le nombre d'actions en circulation (d'où une réaction négative). Au total, le sens de la réaction du marché à l'annonce dépendra de l'évaluation par les investisseurs de la probabilité de réalisation par les dirigeants de projets à VAN positive grâce aux fonds mis à leur disposition.

variables *ex ante* de mesures de la rentabilité des investissements[223]. Pilotte (1992) note que les réactions ne sont pas sensibles à la mesure de celles-ci. Le coefficient de régression entre le ratio Q de Tobin et le taux de rentabilité anormal à la date d'annonce devrait être positif. Cela ne signifie pas que la réaction des cours boursiers à l'émission d'actions par les entreprises de croissance soit significativement positive.

L'environnement économique est quantitativement décrit par le taux de croissance de la production industrielle (éventuellement sectorielle) et par les indicateurs avancés traditionnels (structure à terme des taux d'intérêt et écart de risque de signature).

Le taux de croissance annuel de la production intérieure brute est supposé être positivement associé à la réaction anormale des cours à l'annonce d'une émission d'actions. L'hypothèse à tester suggère que le coefficient de régression entre la structure à terme de taux, représentant les anticipations des agents économiques à propos de l'activité économique à court et moyen terme, et les taux de rentabilité anormaux estimés devrait être négatif. Cette hypothèse implique aussi que le coefficient de régression entre l'écart de qualité de signature et les taux de rentabilité anormaux est négatif. Plus l'écart est important, plus les investisseurs jugent l'exploitation future de l'entreprise risquée, plus ils réagissent négativement et fortement à une émission d'actions. Un écart de qualité faible signifie que les investisseurs considèrent la situation d'exploitation des entreprises peu risquée c'est-à-dire économiquement favorable, et réagissent moins défavorablement aux émissions d'actions.

Néanmoins, avant de procéder à la phase d'estimation du test, il convient d'éliminer les risques de colinéarité entre les variables indépendantes. En effet, pour une entreprise donnée, l'émission d'actions s'insère dans un contexte économique déterminé par le moment choisi par ses dirigeants pour la réaliser. Ainsi, différents liens

[223] Selon Denis (1994), l'information concernant les opportunités de croissance des firmes peut être déjà intégrée dans la croissance des cours avant les émissions en supposant l'efficience des marchés. Il propose de ne pas introduire d'indicateur des projets d'investissement dans les régressions sur les rendements anormaux à l'annonce, contrôlées par les variations des cours de l'émetteur précédemment à l'émission. Même si le marché n'est pas totalement efficient en raison des imperfections informationnelles sur l'anticipation de la valeur des opportunités de croissance d'une firme, l'information macro-économique est supposée appréhender la probabilité d'exercer une option d'investissement dans un contexte favorable. Certaines régressions seront effectuées sans introduire la variable Q de Tobin.

entre les variables spécifiques et contextuelles pourraient apparaître. La solution proposée pour résoudre ce problème consiste à considérer les facteurs spécifiques selon l'état des variables économiques et boursières. Dans un premier temps, les relations supposées entre les variables explicatives sont spécifiées et estimées. Parmi les variables économiques disponibles, la structure à terme des taux d'intérêt a été privilégiée en raison de sa qualité d'indicateur avancé de la conjoncture macro-économique (en logarithme en fin de mois t). Qui plus est, le test porte aussi sur l'hypothèse selon laquelle les variables individuelles sont associées au volume d'activité sur le compartiment primaire (en logarithme en fin de mois t). Dans un second temps, les variables spécifiques sont corrigées afin de limiter le risque de colinéarité avec les autres variables indépendantes et assurer la validité des conditions d'application du modèle des moindres carrés.

Par exemple, le produit brut d'une émission particulière peut dépendre du contexte économique dans lequel elle a été réalisée dans la mesure où la réalisation d'une phase de croissance économique nécessite des investissements des entreprises et donc des besoins de financement importants (soit un coefficient négatif avec la structure à terme). De plus, un niveau d'activité important sur le marché primaire est supposé faciliter le placement d'opération de grande envergure (coefficient positif). La structure à terme des taux d'intérêt peut être un indicateur des opportunités de croissance des entreprises lorsque la valeur des actifs des entreprises est positivement associée à la croissance économique (soit un coefficient négatif). L'hypothèse 1 (d'une association entre le volume et la rentabilité de l'indice boursier) suggère d'explorer la relation entre le volume d'activité d'émissions d'actions et la sur performance boursière de chaque émetteur – en considérant qu'un volume important est le résultat de décisions d'entreprises qui ont vu croître leur cours et décider d'émettre en même temps (coefficient positif). Ces explications peuvent être empiriquement éprouvées en considérant les trois équations suivantes. Les paramètres sont estimés sur l'échantillon des 77 émissions d'actions sélectionnées.

Équation n° 37 : $\text{Produit}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \,.\, \text{Structure}_t + \alpha_2 \,.\, \text{Bourse}_t + \varepsilon(p_{i,t})$

Équation n° 38 : $\text{Q de Tobin}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \,.\, \text{Structure}_t + \alpha_2 \,.\, \text{Bourse}_t + \varepsilon(q_{i,t})$

Équation n° 39 : $\text{Sur performance}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \,.\text{Structure}_t + \alpha_2 \,.\, \text{Bourse}_t + \varepsilon(r_{i,t})$

Tableau n° 15 : Estimations des relations entre les variables indépendantes.

	PRODUIT	Q DE TOBIN	SUR PERFORMANCE
R-deux ajusté	0,132 ***	0,365 ***	0,059 **
Test Durbin Watson	2,415	2,082	1,765
Test Belsey Kuh Welsch	13,010	13,010	13,010
Structure à terme des taux d'intérêt	- 1,404 **	- 1,220 ***	0,374 **
Volume primaire	0,384 ***	- 0,049	0,002

Légende : À partir des 77 observations sélectionnées, le tableau indique les coefficients de régression entre les variables indépendantes et les contextes économique (structure à terme en moyenne sur l'année de l'émission) et boursier (volume d'activité primaire durant le mois de l'émission). Le Test Belsey Kuh Welsch est de 13,01 sur les équations estimées, traduisant que les variables contextuelles sont probablement corrélées entre elles, sans que les conditions du modèle ne soient violées. Une probabilité de rejeter à tort l'hypothèse de l'absence d'une relation est inférieure à 1 % (5 %) est signalée par *** (**).

L'estimation statistique de l'Équation n° 37 confirme l'idée soutenue par la théorie selon laquelle les émissions sont de tailles plus faibles lorsqu'elles sont réalisées durant les périodes où les taux longs sont supérieurs aux taux courts (dépression économique). Les produits bruts des émissions sont, individuellement, les plus importants lorsque la structure de taux est négative, à la fin de l'expansion économique. Les produits bruts de chaque émission des entreprises sélectionnées sont plus importants lorsque le volume de capitaux collectés sur le marché primaire est important. Selon les résultats de régression de l'Équation n° 38, le ratio de valeur de marché à la valeur comptable des actifs (Q de Tobin) est associé à la structure à terme des taux d'intérêt. Autrement dit, la valeur des opportunités d'investissement des entreprises valorisées sur le marché boursier augmente avec l'écart taux long – court, traduisant une anticipation de l'expansion. Celles-là ne dépendent pas du contexte sur le marché primaire. La sur performance des émetteurs par rapport au marché est probablement liée positivement à l'écart de taux à terme selon les résultats de la régression de l'Équation n° 39[224]. La croissance des cours des entreprises émettrices n'est pas plus importante lorsque le

[224] Aussi, la sur performance des cours des émetteurs est-elle non spécifique à l'entreprise émettrice ! Le coefficient positif entre sur performance et structure signifie qu'en période de récession économique (niveau important de l'écart de taux) la sur performance des émetteurs est importante – à l'inverse, autour du pic conjoncturel, la sur performance des émetteurs par rapport au marché est faible. En d'autres termes, cela signifie que le cours de l'action reflète plus d'informations spécifiques en période de récession qu'en période d'expansion.

volume d'émissions d'actions est élevé[225]. Au total, le volume d'activité sur le compartiment primaire influe uniquement sur la taille des émissions d'actions étudiées.

3/ La réaction des investisseurs à l'émission d'actions selon la conjoncture économique et le volume d'activité sur le compartiment primaire

L'objet de ce paragraphe est de procéder conjointement aux tests des hypothèses 2 et 3 selon lesquelles les réactions sont positivement associées à la conjoncture économique et au volume de placements d'actions nouvelles sur le marché boursier. La variable à expliquer est le taux de rentabilité en excès des actions de la société émettrice à la date de parution du visa de la COB autorisant l'émission de titres de propriété. Les variables indépendantes sont les mesures spécifiques à l'émission, puis les mesures quantitatives de l'environnement économique et de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier[226]. Toutefois, en raison du risque de colinéarité, les variables spécifiques sont appréhendées grâce aux résidus estimés des régressions des équations n° 37 à 39 lorsqu'un indicateur de l'environnement est inclus dans l'estimation (le test Belsey Kuh Welsch conduit à soupçonner une colinéarité). En effet, les $\varepsilon(p_{i,t})$, $\varepsilon(r_{i,t})$ et $\varepsilon(q_{i,t})$ sont indépendants des variables économiques et du volume d'émissions sur le compartiment primaire. Le modèle est spécifié par les 5 équations suivantes :

[225] La sur performance de l'émetteur n'est pas liée à la chaleur du marché primaire. Donc il semble que les dirigeants d'entreprises ne profitent pas d'un marché réceptif aux émissions d'actions en émettant plus, sans projets d'investissement et après une phase de surévaluation. Donc ce résultat réfute l'hypothèse selon laquelle la décision d'émettre est individuelle et dépend seulement de la sur performance. Cela infirme partiellement la théorie de la sélection adverse.

[226] L'hypothèse H2 ne prédit pas de taux de rentabilité en excès positifs à la date d'événement lorsque les émissions sont réalisées dans un environnement économique favorable, mais simplement qu'ils soient moins négatifs dans la mesure où l'annonce de celles-ci constitue une information défavorable pour les actionnaires potentiels. Dans le modèle de Myers et Majluf (1984), une augmentation de la valeur des actifs des entreprises (en raison de la réalisation d'une phase de croissance économique) peut conduire à une situation où la décision ne révèle pas la surévaluation, donc il n'y aurait pas de réaction des cours à l'annonce d'émissions réalisées en période d'expansion. Il en est de même pour H3.

Équation n° 40 : $RA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_{1a}$ Produit $_i + \alpha_{2a}$ Sur Perform. $_i + \alpha_{3a}$ Q Tobin $_i + \varepsilon_{i,t}$

Équation n° 41 : $RA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1\, \varepsilon(p_{i,t}) + \alpha_2\, \varepsilon(r_{i,t}) + \alpha_3\, \varepsilon(q_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$

Équation n° 42 : $RA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1\, \varepsilon(p_{i,t}) + \alpha_2\, \varepsilon(r_{i,t}) + \alpha_3\, \varepsilon(q_{i,t}) + \alpha_4$ Economie $_t + \varepsilon_{i,t}$

Équation n° 43 : $RA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1\, \varepsilon(p_{i,t}) + \alpha_2\, \varepsilon(r_{i,t}) + \alpha_3\, \varepsilon(q_{i,t}) + \alpha_5$ Volume $_t + \varepsilon_{i,t}$

Équation n° 44 : $RA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1\, \varepsilon(p_{i,t}) + \alpha_2\, \varepsilon(r_{i,t}) + \alpha_3\, \varepsilon(q_{i,t}) + \alpha_4$ Econ. $_t + \alpha_5$ Vol. $_t + \varepsilon_{i,t}$

La théorie de la sélection adverse suppose que les coefficients α_1, α_2 sont négatifs et que α_3 est positif. L'hypothèse 2 sera acceptée si le coefficient α_4 est négatif pour la structure à terme des taux d'intérêt et positif pour les autres estimateurs des fluctuations économiques. Il est anticipé des taux de rentabilité anormaux plus élevés pour les émissions réalisées lorsque le volume d'activité primaire est important (α_5 positif)[227]. L'estimation de ces paramètres, réalisée sur l'échantillon composé de 77 émissions d'actions est présentée dans le Tableau n° 16 (les résultats sur l'échantillon restreint de 59 émissions d'actions sèches sont strictement identiques).

[227] En considérant que la réaction des cours correspond à une variation du coût du capital des entreprises, il semble que les dirigeants, cherchant à maximiser la valeur des actifs, devraient gérer le calendrier des opérations de financement réalisées sur le marché primaire. Ainsi, les dirigeants auraient des avantages à émettre durant les périodes favorables, durant lesquelles le coût de l'information asymétrique est faible, en choisissant opportunément les dates d'annonce des financements. En effet, en contrôlant que les périodes favorables peuvent correspondre à des périodes où les cours sont élevés alors, les taux de rentabilité anormaux devraient être positivement associés aux différentes mesures du volume d'activité sur le marché primaire.

Tableau n° 16 : Régressions des taux de rentabilité anormaux lors de la publication du visa de la COB autorisant une émission d'actions sur le marché boursier français entre 1990 et 1996 selon la conjoncture économique et l'activité primaire.

TAUX DE RENTABILITE ANORMAUX A L'ANNONCE D'ÉMISSIONS D'ACTIONS (EN %)				
Test sur l'économie	Eq. 40	Eq. 41	Eq. 42	
Nombre d'observations	77			
R-deux ajusté	0,107 ***	0,136 ***	0,174 ***	
Durbin Watson	2,134	2,238	2,239	
Test Belsey Kuh Welsch	7,258	1,378	4,039	
Produit brut	- 0,034			
Q de Tobin	0,014			
Sur Performance	- 2,850 ***			
Résidu de Produit brut		- 0,251	- 0,241	
Résidu de Q de Tobin		1,673 **	1,814 **	
Résidu de Sur Performance		- 2,033 **	- 2,034 **	
Variation trimestrielle du PIB brut (t)			9,947	
Structure à terme (fin t)			- 2,316 **	
Écart de signature (fin t)			- 3.937	
Test sur le volume	Eq. 43			
R-deux ajusté	0,183 ***	0,125 ***	0,161 ***	0,125 ***
Durbin Watson	2,238	2,036	2,190	2,037
Test Belsey Kuh Welsch	11,533	3,854	1,899	2,015
Résidu de Produit brut	- 0,251	- 0,239	- 0,265 **	- 0,248
Résidu de Q de Tobin	1,673 **	1,657 **	1,593 **	1,718 **
Résidu de Sur Performance	- 2,033 **	- 2,056 **	- 1,889 **	- 2,040 **
Volume mensuel de capitaux émis	0,439 **			
Nombre mensuel d'émissions		0,024		
Résidu de volume selon économie			0,512	
Marchés chauds				0,157
Test conjoint	Eq. 44			
R-deux ajusté	0,185 ***	0,206 ***	0,179 ***	0,192 ***
Durbin Watson	2,135	2,314	2,212	2,283
Test Belsey Kuh Welsch	16,272	13,023	4,142	2,324
Résidu de Produit brut	- 0,250	- 0,251	- 0,249	- 0,260
Résidu de Q de Tobin	1,606	1,673 **	1,670 **	1,623 **
Résidu de Sur Performance	- 2,033 **	- 2,033 **	- 2,037 **	- 1,943 **
Variation trimestrielle du PIB brut (t)	- 3,253			
Structure à terme (fin t)	- 1,613	- 1,672 **	- 2,166 **	- 1,840 **
Écart de signature (fin t)	- 2,202			
Volume mensuel de capitaux émis	0,310	0,316		
Nombre mensuel d'émissions			0,004	
Résidu de volume selon économie				0,320

Légende : La variable dépendante est le taux de rentabilité en excès des actions de la société émettrice à la date de parution du visa de la COB autorisant l'émission de titres de propriété. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'absence

d'association entre chacune des variables explicatives et la variable dépendante est signalée par *** (**).

Globalement, les conditions d'estimation sont respectées et les R^2 varient entre 10 et 20 %. Les coefficients de régression font preuve d'une grande stabilité. Le test de Belsey, Kuh et Welsch ne conduit pas à soupçonner une colinéarité des variables indépendantes, à l'exception du modèle complet en raison de l'introduction simultanée de la structure à terme et du volume mensuel d'émissions (acception de l'hypothèse H1). En d'autres termes, la substitution des résidus aux variables permet d'éviter de violer les hypothèses du modèle linéaire. L'interprétation proposée des tests commence par les variables traditionnelles et se termine par les variables non spécifiques. Pour ces dernières, les résultats sont interprétés en commençant par l'hypothèse 2, puis 3, avant le test conjoint.

Les liens existants entre les variables spécifiques à l'émetteur passent essentiellement par leurs liens réciproques avec les conditions macro-économiques et l'activité primaire du marché boursier. Le coefficient de produit de l'émission n'est pas significativement négatif, quelles que soient les variables indépendantes de la régression (p varie entre 11 et 14 %). La variable Q de Tobin affecte la variable dépendante de manière prévue par la théorie, lorsqu'elle est appréciée nette de l'influence de l'économie. Le coefficient de la sur performance boursière du titre de l'entreprise avant son émission présente le signe anticipé au seuil de 5 %. La théorie de la sélection adverse est confirmée, en considérant les relations des variables avec la structure à terme des taux d'intérêt et le volume d'activité.

L'hypothèse 2, selon laquelle les taux de rentabilité anormaux sont moindres lorsque la conjoncture économique est favorable, est partiellement confirmée par les résultats présentés dans le tableau précèdent. Le coefficient de la structure par terme des taux d'intérêt est statistiquement significatif au seuil de 5 % et présente le signe anticipé par la théorie[228]. Les résultats obtenus sont meilleurs que ceux de Choe *et al*. (1993) en

[228] Dans ce sens, les réactions semblent être plus fortes lorsque le niveau des cours sur le marché obligataire est élevé (taux d'intérêt court terme faible), suggérant peut être que les investisseurs auraient préféré voir les entreprises se financer par dettes.

termes de R^2. De surcroît, leurs variables fondées sur les taux d'intérêt et sur les indicateurs du cycle économique sont très faiblement significatives.

L'hypothèse 3, selon laquelle les taux de rentabilité anormaux sont moindres lorsque l'activité sur le marché primaire est importante, est partiellement infirmée par les résultats présentés dans le tableau précèdent. Seul le volume des capitaux émis mensuellement conduit les investisseurs à réagir moins défavorablement au seuil habituel de risque de première espèce. Les autres mesures de l'activité d'émissions d'actions ne permettent pas de soutenir une influence du volume sur les taux de rentabilité anormaux. Ces résultats confirment ceux de Choe *el al*. (1993), obtenant une relation positive entre les taux de rentabilité anormaux et le volume ($p < 1$ %) que si ce dernier est mesuré à partir de la somme mensuelle des produits des émissions. De plus, l'introduction des variables économiques réduit la signification de l'influence précédente ($p < 5$%) dans leurs estimations.

Enfin, le tableau précédent présente les tests joints des hypothèses 2 et 3. L'économie conserve son pouvoir explicatif tant qu'elle est mesurée par la structure à terme des taux d'intérêt. Dans ces conditions, la probabilité d'accepter à tort l'influence du volume varie entre 10 et 15 % selon la mesure retenue. Les résultats vont à l'encontre de ceux de Bayless et Chaplinsky (1996)[229] car il apparaît que le niveau d'activité sur le marché primaire n'affecte pas la réaction des cours, qui, par contre, dépend fortement de l'écart par terme de taux d'intérêt. La significativité des variables liées au contexte boursier conduit à penser que les informations traitées par les investisseurs pour appréhender l'opportunité d'une firme à se financer par appel public à l'épargne ne se rapportent pas à l'activité d'émissions des titres. Cette conclusion rejoint celle de Dereeper (1999).

Pour finir, l'analyse proposée ici des taux de rentabilité anormaux à l'annonce d'une émission apporte un nouveau test de la controverse entre Bayless et Chaplinsky (1996) et Choe, Masulis et Nanda (1993) à propos de l'origine et l'estimation du coût de

[229] Ces derniers obtiennent aussi des R^2 entre 3 et 7 %. La sur performance de l'indice boursier et les indicateurs macro-économiques influent négativement sur les taux de rentabilité anormaux, mais pas toujours significativement (au seuil de 5 %).

sélection adverse du facteur[230]. Même si l'hypothèse 3 est la suite logique de H1 et H2, autrement dit, que le facteur économique est responsable de la relation entre les taux de rentabilité anormaux et le volume d'activité sur le marché primaire, les premiers soutiennent que cette relation est indépendante du contexte économique. Sur le marché français, le test est le suivant : si les taux de rentabilité anormaux des émissions réalisées durant les périodes où le niveau d'activité primaire est important sont liés à des conditions d'exploitation macro-économiques favorables, alors les conditions sur le marché des biens et services devraient être plus favorables en moyenne durant les périodes de marchés chauds. Or, *primo*, ni les tests réalisés ici, ni ceux de Dereeper (1999) ne confirment une différence de réaction des cours selon la chaleur. *Secundo*, le seul indicateur économique qui soit différent selon la chaleur sur le marché boursier est la structure à terme des taux d'intérêt.

* * *

* *

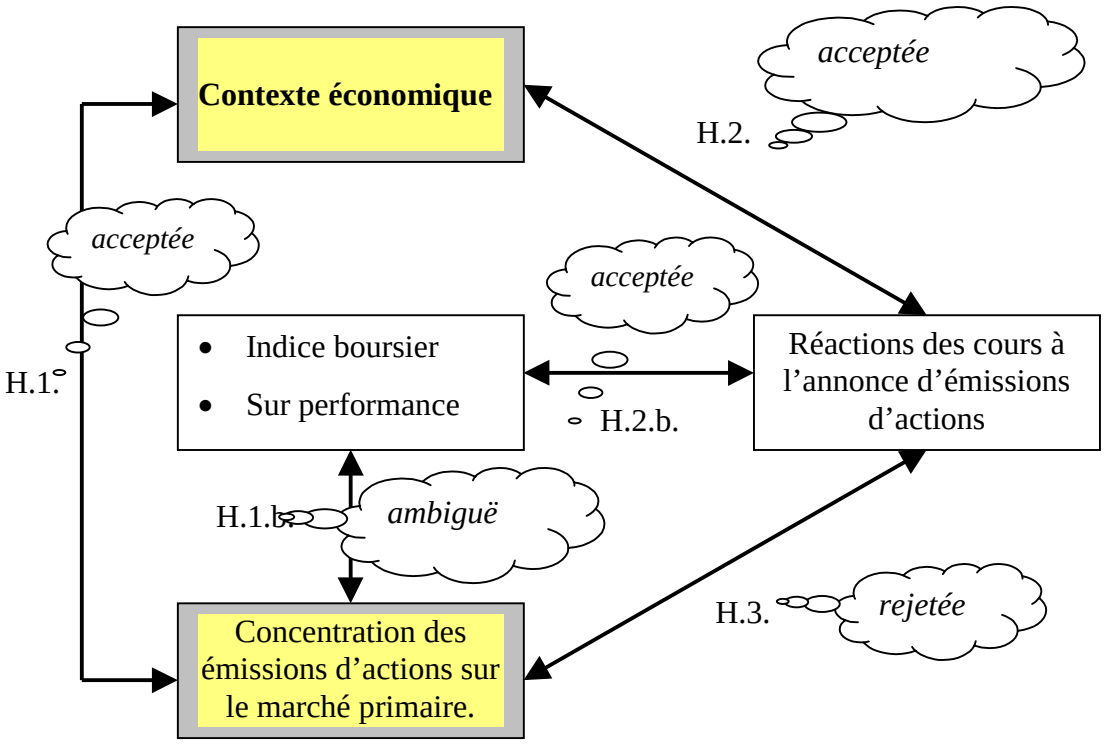
*

Le comportement de financement des entreprises peut-il être appréhendé sur le marché boursier primaire ? Ce chapitre a présenté, sur le plan empirique, dans quelle mesure l'activité d'émissions d'actions réagit aux fluctuations macro-économiques. Les résultats soutiennent la thèse selon laquelle l'environnement économique influe sur les coûts de financement des entreprises, notamment la réaction des cours à l'émission d'actions, les incitant ainsi à adapter leur politique de financement. Les résultats empiriques conduisent à la conclusion représentée dans la Figure n° 11.

---

[230] Ils soutiennent leurs choix de substituer l'estimateur sur trois points. D'abord, ils pensent que la théorie de Choe *et al*. (1993) manque de cohérence car l'écart de signature est plus important (ce qui suggère que l'économie est en récession et que les investisseurs se soucient des risques de faillite des entreprises) durant les périodes où l'activité de marché est importante. Or, aucune association de ce type n'apparaît sur l'échantillon français. Ensuite, les auteurs montrent que, globalement le contexte économique est plus favorable durant les périodes où l'activité primaire est importante, mais que cette conclusion n'est pas confirmée par l'analyse des sous périodes. Enfin, ils pensent que les deux modalités de classification des périodes, selon le coût de sélection adverse (économie ou volume), conduisent à trop peu de chevauchements pour que la réaction des cours soit entièrement dépendante des conditions macro-économiques. Or, la conjoncture économique rend compte relativement bien des périodes froides (FR) sur l'échantillon français. Au total, les raisons pour lesquelles Bayless et Chaplinsky (1996) rejettent les résultats de Choe *et al*. (1993) ne sont pas évidentes sur le marché français pour la période 1990 - 1996. Aussi, les résultats tendent à accepter H1 et H2 et à rejeter H3.

Figure n° 11 : Résultats des hypothèses 1 à 3.



Selon les différentes mesures proposées, une augmentation de l'activité d'émissions d'actions sur le marché français apparaît avec l'amélioration du contexte et de la conjoncture économique, notamment en 1986, 1989, 1990 et 1994. Par ailleurs, les émissions d'actions sont peu nombreuses durant 5 périodes, notamment en 1982 et 1983 puis en 1996 et 1997.

L'étude d'événements réalisée vise à déterminer si un comportement particulier des cours des actions peut être spécifiquement attribué, d'une part aux opérations d'émissions d'actions, d'autre part aux contextes économique et boursier dans lesquels elles sont réalisées. Dans un premier temps, la méthode consiste à isoler, durant les jours entourant l'annonce d'une augmentation de capital par émission d'actions, les mouvements de prix relatifs spécifiques à chaque titre des fluctuations de prix dues à la composante systématique de tendance générale du marché. L'attrait de l'étude réalisée réside dans l'identification de la nature des relations entre les variables spécifiques aux émetteurs et aux émissions, qui dépendent du contexte économique et boursier. Les résultats confirment la théorie de la sélection adverse, mais la réfutation de l'hypothèse 3 remet en cause la proposition de Akerlof (1970) reliant positivement les quantités et les prix sur un marché infecté par l'anti-sélection. Les résultats indiquent

que le volume d'émissions ne capte pas les variations du coût de sélection adverse, si tant est qu'il soit traduit dans la réaction des cours à l'annonce.

Dans un second temps, l'originalité de la méthode réside dans l'étude des taux de rentabilité anormaux en fonction des contextes économique et boursier. En résumé, les tests empiriques concluent que les taux de rentabilité anormaux à l'émission d'actions sont plus élevés lorsque les conditions macro-économiques sont favorables. La conjoncture économique appréhendée par la structure à terme des taux d'intérêt, affecte significativement, dans le sens anticipée par H2, la réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions. Cependant, sur le plan qualitatif, il apparaît peu d'évidence empirique d'une association entre le cycle économique et la réaction des cours à l'annonce, à l'exception des écarts de la production intérieure brute par rapport à sa tendance à long terme.

À l'instar de Dereeper (1999), les réactions des cours à l'annonce d'émissions d'actions apparaissent pratiquement indépendantes de l'activité primaire (rejet de H3). Ces résultats sont contraires à ceux de Choe *et al.* (1993) et de Bayless et Chaplinsky (1996). Cependant, les entreprises peuvent avoir intérêt, au-delà de la réaction des cours, à concentrer leurs augmentations de capital afin de minimiser leurs coûts (informationnels)[231]. Des volumes plus importants pourraient assurer une réceptivité plus forte du marché, permettant aux agents informés de vendre davantage de titres à un prix plus favorable.

Les limites théoriques portent sur la difficulté à identifier les sens de causalité pour les tests joints des hypothèses 2 et 3. En disposant d'un échantillon plus important et d'une diversité d'estimations des coûts de financement, les résultats d'un modèle à équations structurelles seraient probablement instructifs. La portée des résultats peut être limitée par la taille du marché français et sa capacité d'absorption des titres, si durant certaines périodes l'activité est faible, sans traduire pour autant l'absence d'une

[231] Selon Dereeper, le choix d'un moment pour réaliser une émission d'actions ne dépend pas tant du volume de la période que du volume réalisé avant l'opération. Il trouve que la réaction à l'annonce est plus défavorable à l'émetteur lorsque son opération fait suite à une période où l'activité d'émissions de nouveaux titres a été importante, par le passé.

volonté des dirigeants d'émettre des actions (éventuellement en raison du contexte économique).

L'intérêt des études au niveau macro des comportements locaux de financement, telles que celles présentées dans ce chapitre, est d'atténuer l'influence des facteurs spécifiques, comme les particularités des contrats de financement au niveau local, sur les équilibres obtenus. En contrepartie, elles concentrent leurs efforts sur les fonds propres, en raison des particularités du système français[232], au détriment de la compréhension du mode de résolution des équilibres contractuels au niveau individuel. Les tests réalisés ne semblent pas adaptés aux hypothèses exprimées en termes de politique de financement et de structure de financement. La traduction de l'hypothèse macro, de concentration des émissions, au niveau micro, d'une préférence des entreprises pour les nouveaux fonds propres externes, sans autre argumentation, ne tient pas compte de la possibilité que la réalisation de la croissance de l'activité nécessite des fonds supplémentaires. En effet, les fluctuations de l'activité d'émissions de nouveaux titres sur le compartiment primaire repérées sur le marché boursier pourraient résulter de besoins nouveaux de flux de liquidités (entre autres de fonds propres) plutôt que d'une baisse du coût d'agence des fonds propres. La principale limite de l'analyse de la réaction des cours lors des annonces d'augmentations de capital tient au fait que l'explication en termes de sélection adverse, selon laquelle les périodes de croissance sont associées à la fois à des volumes d'actions émises plus élevés et des réactions plus faibles, n'est pas exclusive d'autres explications dans le paradigme contractuel.

Le chapitre suivant tente aussi d'apprécier l'influence des fluctuations économiques et du contexte boursier sur les comportements financiers, mais à un niveau d'analyse différent afin d'éprouver la diversité des théories proposées.

[232] Peu d'émissions de dettes sur le marché boursier et recours important au système bancaire.

Chapitre 2 : Le comportement de financement des entreprises françaises dans leurs contextes économique et boursier de 1987 à 1997

EDMOND MALINVAUD, 1982, *Théorie Macro-économique*, Dunod, Paris, p. 229-230 :

« … la situation des entreprises est plus favorable lorsque le rythme et le niveau de l'activité sont élevés sans que l'économie soit déjà en état de surchauffe… L'aisance de financement des entreprises passe par un maximum au milieu du boom, c'est-à-dire un an environ avant le maximum du cycle affectant la production… Les bilans des entreprises tendent à être particulièrement favorables à la fin d'une période durant laquelle le taux d'autofinancement a été élevé, c'est-à-dire à la fin de la reprise… Le rationnement du crédit n'intervient qu'à la fin du boom… »

Décrire les conditions de financement des entreprises durant le cycle économique n'est pas une préoccupation récente. Cette recherche est originale dans la façon dont l'environnement est supposé, au sens de la théorie contractuelle, encadrer les comportements individuels. La problématique consiste à s'interroger sur la mesure dans laquelle la structure de financement d'une entreprise est déterminée par l'influence des fluctuations de l'activité macro-économique à la fois sur les incitations de ses dirigeants à choisir les sources de financement et sur les intérêts de ses partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement. Après avoir répertorié les hypothèses alternatives, ce chapitre est organisé en deux étapes, d'abord autour d'une discussion des estimateurs empiriques, ensuite en confrontant leurs différentes spécifications économétriques aux observations.

L'exploration de la littérature financière conduit à considérer deux perspectives sur les déterminants de la politique de financement des entreprises. Selon la première, les décisions de financement résultent d'un processus de négociation entre les partenaires financiers et l'entreprise, où le statut du dirigeant importe peu. De façon à réduire les coûts de transaction, la structure de financement apparaît comme un moyen de contrôler l'entreprise – et les pratiques managériales – en distribuant les flux financiers et les droits de contrôle, dans une conception particulière de la firme (ensemble des opportunités d'investissement exogène). Selon une seconde perspective, les décisions de financement résultent de l'émergence et de la poursuite d'une stratégie personnelle de la part des dirigeants. Les décisions de financement des entreprises dépendent de leur latitude décisionnelle ; c'est-à-dire de leur stratégie visant à se soustraire à la contrainte exercée par les partenaires financiers.

Selon la perspective retenue, la démarche consiste à mesurer le conditionnement à l'environnement économique de la force des déterminants des choix de financement. Les coûts d'agence (sélection adverse sur le marché des nouveaux fonds propres, dysfonctionnement de la politique d'investissement…) sont supposés être sensibles au contexte économique selon la première perspective. La théorie prédit un usage plus intensif des fonds propres durant les périodes d'expansion économique, en considérant les coûts d'agence entre l'entreprise, ses actionnaires et ses créanciers. De même, selon la seconde perspective, les coûts et les gains des stratégies personnelles des dirigeants sont supposés être sensibles au contexte économique, notamment si son espace

discrétionnaire s'élargit avec la croissance de l'activité sur le marché des biens et services. Probablement dans ce contexte, les sources de financement sont plus facilement accessibles et les possibilités d'investissement sont plus nombreuses. La théorie prédit une politique de financement orientée vers les fonds collectés auprès des créanciers durant les périodes de croissance économique en raison de la faiblesse anticipée par les dirigeants de la contrainte exercée par ce type de contrat de financement dans ces conditions d'exploitation, comparativement aux financements obtenus auprès des actionnaires.

D'après la formulation de la problématique, l'hypothèse neutre est que les déterminants traditionnels de la politique de financement d'une entreprise sont stables durant le déroulement du cycle économique. Si les études statistiques ne permettent pas de considérer que les fluctuations économiques influent sur les déterminants et les décisions de financement, suggérant la présence de termes interactifs, l'hypothèse nulle ne sera pas empiriquement rejetée et donc temporairement acceptée. Son rejet par l'observation permet de confirmer l'hypothèse alternative. La proposition alternative soutenue est que la conjoncture économique influe sur les coûts de financement supportés par les partenaires financiers et les dirigeants des entreprises, car l'évolution exogène (par rapport à ces individus dans une entreprise particulière) des variables endogènes (les contrats) peut les inciter à adapter la structure de financement des entreprises. Au niveau micro, le rejet de l'hypothèse nulle est lié à la significativité de la variable traduisant l'évolution non spécifique des structures de financement des entreprises ; variable supposée indépendante de i – la firme – par construction, pour chaque date t représentant le temps (c'est-à-dire la part de l'évolution des ratios financiers qui s'explique par des valeurs exogènes à chacune des entreprises observées). Quels sont les coûts de financement considérés et comment leurs variations devraient-elles influencer la structure observée de financement des entreprises ? Chacun des conflits identifiés dans la partie théorique est successivement considéré.

Hypothèse 4 : Comparativement aux périodes de récession économique, les structures de financement des entreprises incorporent une proportion plus élevée de fonds propres externes en raison d'un coût de sélection adverse moindre durant les

périodes de croissance économique forte[233] – appréhendé à partir du niveau observé d'activité sur le marché primaire des titres.

Hypothèse 5 : Les structures de financement des entreprises incorporent une proportion plus élevée de fonds propres externes durant les phases de croissance de la production industrielle comparativement aux périodes de récession économique dans l'objectif de compenser l'exposition des créanciers au risque économique des investissements réalisés, source de conflits entre eux et les actionnaires.

Hypothèse 6 : À supposer le caractère contraignant de la dette et la recherche d'un élargissement de la latitude managériale[234], les choix de financement des dirigeants sont tournés vers le remboursement des anciennes dettes financières, puis vers les fonds propres externes, durant les périodes d'expansion par opposition aux périodes de récession.

Hypothèse 7 : À supposer que le financement par fonds collectés sous formes de dettes est moins contraignant que le financement par fonds propres durant les périodes de croissance de l'activité de l'entreprise, il devrait en résulter que la politique de financement des dirigeants est orientée vers les fonds empruntés en raison des bénéfices d'une substitution entre les sources de financement, par opposition aux périodes de récession.

Au total, la formulation de ces hypothèses appelle plusieurs remarques. D'abord, elles sont exprimées de manière à attendre des tests statistiques comparant différents contextes économiques (récession, neutre, expansion) mais aussi par opposition de pics et de creux conjoncturels. Le risque de colinéarité entre les variables explicatives est réduit en constituant des variables de contexte économique définies à partir de plusieurs indicateurs économiques, peut-être au prix d'un contenu informatif moindre. Enfin, la fréquence des observations des comportements financiers et de financement des

[233] Plus les coûts liés à la sélection adverse sur le marché financier sont faibles, plus l'émetteur est incité à émettre des actions (théorie du financement hiérarchique de Myers, 1984 ; Myers et Majluf, 1984). L'hypothèse 4 est la traduction au niveau micro de l'hypothèse 1 exprimée au niveau macro.

[234] Celle-ci appréhendée par le niveau d'opportunités d'investissement et par l'excédent de trésorerie d'exploitation.

entreprises entre 1987 et 1997 conduit à utiliser la méthode des données de panel (l'annexe n° 4 présente les travaux de Hsiao, 1995, et de Hurlin, 1999). Comparativement aux données individuelles, les variables macro-économiques et boursières sont appréhendées, sans biais et avec variance minimale, avec l'utilisation de modèles de régression avec effets individuels fixes ou aléatoires.

Ce chapitre est organisé selon le plan traditionnel. La première section décrit les mesures empiriques des concepts théoriques impliqués dans le modèle et présente leurs caractéristiques statistiques durant l'épisode économique de 1987 à 1997. La seconde section présente la confrontation des hypothèses aux observations.

Section 1 : Descriptions empiriques des structures financières et de financement des entreprises de 1987 à 1997

Cette section vise à décrire empiriquement les choix de financement à partir de l'observation des données financières, obtenues à partir de la base de données Worldscope, des sociétés cotées dans le SBF250 sur la période de 1987 à 1997. Outre les mesures traditionnelles, cette recherche tente d'appréhender les décisions de financement annuellement à partir des flux de liquidités. De surcroît, celle-ci introduit une dimension supplémentaire avec la nature du financement. La première mesure consiste à estimer le financement net selon la nature de chaque partenaire financier (actionnaire ou créancier) : en estimant les flux de liquidités en provenance des fournisseurs de capitaux moins ceux nécessaires à leurs remboursements et rémunérations. La seconde consiste à estimer le financement brut selon la nature du partenaire financier, en ne considérant que l'entrée de flux en provenance des fournisseurs de ressources financières. L'intérêt de cette dernière mesure est donc de permettre l'appréhension des choix de financement sans biais lié aux contraintes de rémunérations des partenaires financiers. Cette mesure est ainsi la plus cohérente avec les propositions théoriques, en considérant que les dettes financières sont remboursées au moyen des flux générés par les actifs acquis grâce à celles-ci.

Il s'agit d'organiser la présentation des séries de données visant à mesurer, à la fois en valeur comptable et en valeur de marché, la structure de financière dans un premier temps et la répartition annuelle des flux de liquidités des entreprises dans un deuxième. La structure de financement constituant la variable clé à expliquer est décomposée, dans un troisième temps, afin de faire apparaître les modalités observées de financement des dirigeants et de définir une notion d'autofinancement disponible pour l'investissement. Enfin, dans un quatrième temps, les choix de financement sont observés par rapport aux dépenses d'investissement (comptable).

A) Résumés statistiques des structures financières des entreprises françaises non financières de 1987 à 1997

Les tableaux suivants présentent la proportion moyenne de chaque catégorie de titres exprimée en pourcentage, soit de la valeur de marché (TMC), soit de la valeur comptable du capital économique des entreprises (TC). La valeur de marché du capital d'une entreprise est la somme de la valeur de marché des actions cotées plus la valeur comptable des actions privilégiées, des intérêts minoritaires (CP_m) et des dettes financières à long terme (DLT). La valeur comptable du capital d'une entreprise est la somme en fin d'exercice de la valeur des dettes financières à long terme (DLT), des actions et des intérêts minoritaires (CP). La valeur de marché des actions ordinaires est mesurée par la capitalisation boursière à la fin de l'année ; c'est-à-dire le cours de marché à la fin d'année multiplié par le nombre d'actions ordinaires en circulation. Mesurer la valeur de marché des dettes et des actions privilégiées à partir de la valeur comptable ne semble pas induire de biais statistiques importants selon Fama et French (1999)[235]. Pour la dette à long terme, il est peu probable que les firmes dans l'échantillon soient en état de faillite financière[236] ; donc en moyenne, la valeur comptable des dettes est probablement une estimation faiblement biaisée de leur valeur de marché. Pour les actions privilégiées, le biais semble faible en raison de leur faible proportion dans la valeur totale du capital (même en valeur comptable).

Le Tableau n° 17 présente la répartition de la valeur de marché du capital des entreprises afin d'appréhender l'évolution de leur structure financière sur la période 1987 à 1997, notamment à travers le Graphique n° 17. L'interprétation des structures financières des entreprises entre 1987 et 1997 nécessite de vérifier si les observations sont sensiblement les mêmes durant la période d'étude (hypothèse nulle) ou s'il existe des différences entre les années (hypothèse alternative). Cela suppose aussi d'apprécier la variance des observations. Enfin, en admettant la normalité des observations, le

[235] L'analyse effectuée en intégrant les dettes à court terme, non reportée ici, est sensiblement similaire à celle présentée *infra*. De plus, il y a probablement peu de différence entre la valeur comptable et la valeur de marché des dettes à court terme compte tenu de la fréquence de leur renouvellement.

[236] La réduction des taux d'intérêt durant la période étudiée (et durant les années précédentes) est probablement plus problématique. La valeur de marché de l'actif économique est vraisemblablement sous-estimée.

Tableau n° 18 présente la statistique de Fisher qui permet de tester l'hypothèse nulle selon laquelle toutes les moyennes annuelles des variables sont identiques ; par exemple, pour les actions ordinaires, que $moy_{1987} = moy_{1988} = \ldots = moy_{1997}$. La plupart des séries étudiées sont leptokurtiques et asymétriques. Les tests de normalité étant le plus souvent rejetés (non reportés), des tests non paramétriques ont été effectués afin de limiter les biais liés à la nature des données. Dans l'ensemble des tests réalisés, les conclusions des tests non paramétriques sont favorisées, même s'ils ne sont pas toujours reportés dans l'objectif d'un gain d'espace. Néanmoins, dans un souci d'homogénéité avec les méthodes de régression linéaire utilisées par la suite, seules les estimations des tests paramétriques sont présentées.

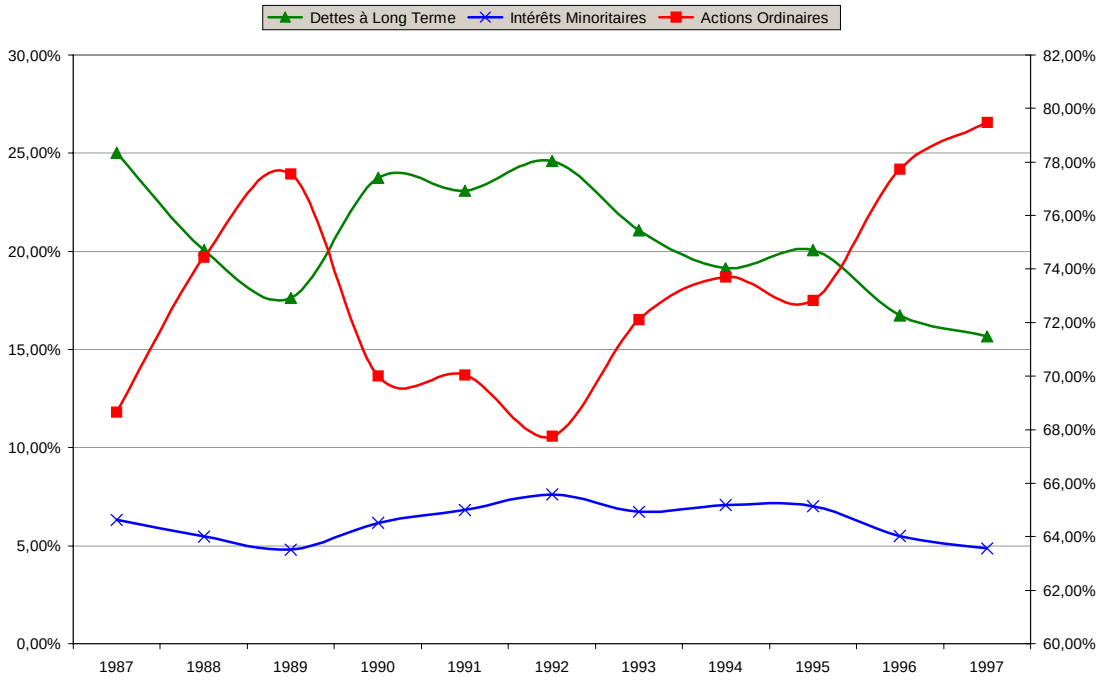
Tableau n° 17 : Structures financières en valeur de marché par année de 1987 à 1997.

Année	Actions Ordinaires	Actions Privilégiées	Dettes à Long Terme	Intérêts Minoritaires
N	*1586*	*1586*	*1586*	*1586*
1987 à	73,46 %	0,06 %	20,27 %	6,21 %
1997	(78,56 %)	(0,00 %)	(17,38 %)	(2,22 %)
	{68,52 %}	{0,00 %}	{23,22 %}	{0,08 %}
1987	68,66 %	0,00 %	25,02 %	6,31 %
	(71,46 %)	(0,00 %)	(21,82 %)	(3,27 %)
	{63,54 %}	{0,00 %}	{28,45 %}	{0,08 %}
1988	74,46 %	0,04 %	20,05 %	5,45 %
	(75,93 %)	(0,00 %)	(19,00 %)	(2,56 %)
	{69,54 %}	{0,00 %}	{23,60 %}	{0,06 %}
1989	77,56 %	0,03 %	17,62 %	4,79 %
	(79,77 %)	(0,00 %)	(16,99 %)	(1,81 %)
	{73,03 %}	{0,00 %}	{20,60 %}	{0,06 %}
1990	70,00 %	0,08 %	23,76 %	6,16 %
	(72,74 %)	(0,00 %)	(22,63 %)	(2,54 %)
	{64,12 %}	{0,00 %}	{27,47 %}	{0,08 %}
1991	70,04 %	0,07 %	23,09 %	6,81 %
	(71,25 %)	(0,00 %)	(20,65 %)	(2,38 %)
	{64,65 %}	{0,00 %}	{25,41 %}	{0,10 %}
1992	67,75 %	0,05 %	24,59 %	7,61 %
	(72,44 %)	(0,00 %)	(21,66 %)	(2,89 %)
	{64,27 %}	{0,00 %}	{26,07 %}	{0,09 %}
1993	72,11 %	0,11 %	21,05 %	6,73 %
	(77,17 %)	(0,00 %)	(19,45 %)	(2,28 %)
	{67,68 %}	{0,00 %}	{23,00 %}	{0,09 %}
1994	73,72 %	0,08 %	19,14 %	7,06 %
	(79,41 %)	(0,00 %)	(17,14 %)	(2,47 %)
	{64,46 %}	{0,00 %}	{25,56 %}	{0,09 %}
1995	72,83 %	0,11 %	20,04 %	7,02 %
	(78,73 %)	(0,00 %)	(16,54 %)	(2,29 %)
	{66,17 %}	{0,00 %}	{24,62 %}	{0,08 %}
1996	77,73 %	0,04 %	16,74 %	5,49 %
	(84,61 %)	(0,00 %)	(11,94 %)	(1,80 %)
	{73,35 %}	{0,00 %}	{19,71 %}	{0,06 %}
1997	79,48 %	0,03 %	15,65 %	4,85 %
	(86,28 %)	(0,00 %)	(11,89 %)	(1,33 %)
	{72,90 %}	{0,00 %}	{20,34 %}	{0,00 %}

Légende : Les données représentent la moyenne des composants de la valeur de marché du capital des entreprises sur un échantillon de 1586 observations concernant 210 entreprises sur la période 1987-1997. La valeur de marché du capital d'une entreprise est la somme de la valeur de marché des actions cotées plus la valeur comptable des dettes, des intérêts minoritaires et des actions privilégiées. Les données

entre crochets {} représentent les moyennes des observations pondérées par la valeur de marché du capital. Les données entre parenthèses () correspondent à la médiane.

Graphique n° 17 : Structure financière des sociétés non financières cotées au SBF250 en valeur de marché de 1987 à 1997.



Légende : Ce graphique présente les informations du Tableau n° 17, où les parts des dettes financières à long terme et des intérêts minoritaires de la valeur de marché du capital de l'entreprise sont mesurées sur l'échelle de gauche ; la part des actions ordinaires dans la valeur de marché est mesurée sur l'échelle de droite.

Tableau n° 18 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de la répartition annuelle de la valeur de marché du capital des entreprises sur la période de 1987 à 1997.

Séries	Tests sur les variances [237]	Tests Fisher et signification de l'égalité des moyennes $F_{(10,1585)}$ Signification
Actions Ordinaires	4,32 ***	4,95 ***
Actions Privilégiées	1,73	0,43
Dettes à Long Terme	4,07 ***	5,49 ***
Intérêts Minoritaires	2,67 ***	1,22

Légende : L'hypothèse de l'égalité des variances annuelles des observations est rejetée au seuil de 1 % pour toutes les variables, à l'exception de la part représentée par

[237] Les tests ANOVA de ce chapitre ont été réalisés sous SPSS 9.0. La statistique proposée pour tester l'homogénéité des variances est celle de Levene (F de Fisher).

les actions privilégiées. L'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne de la part de la valeur de marché des titres représentée par les actions privilégiées (et celle des intérêts minoritaires) est la même durant toutes les années de 1987 à 1997 est acceptée. L'hypothèse alternative, selon laquelle au moins une des moyennes annuelles de la part de la valeur de marché des titres représentée par les actions ordinaires (et par les dettes financières à long terme) est différente des autres, est acceptée au seuil de 1 %[238]. Une probabilité de rejeter à tort l'hypothèse testée inférieure à 1 % est signalée par ***.

L'interprétation des séries s'effectue à partir de l'étude de la moyenne sur la période, puis de l'évolution globale et enfin des particularités annuelles.

- En effectuant la moyenne des estimations pour la période 1987 à 1997, il apparaît que les actions ordinaires représentent 73,46 % de la valeur de marché combinée des titres des entreprises de l'échantillon. La dette à long terme représente 20.27 % de la valeur de marché des titres. Les intérêts minoritaires représentent 6.21 % de la valeur de marché du capital des entreprises. Enfin, les actions privilégiées représentent la source de financement la moins importante (en moyenne 0.06 %).
- La proportion de la valeur de marché constituée des fonds propres est plus importante à la fin de la période (79,48 %) qu'au début (68,66 %). Une partie de cette augmentation s'effectue au détriment de la part de l'endettement à long terme qui passe de 25,02 % en 1987 à 15,65 % en 1997.

La pertinence des ratios d'endettement en valeur de marché, pour appréhender les décisions financières des entreprises, peut être discutée notamment si cette diminution du taux d'endettement est due à une augmentation générale du cours des actions sur le marché boursier après le krach de 1987. De plus, la substitution des ratios comptables au ratio de marché est liée à une question débattue en finance qui porte sur le comportement des entreprises à établir un ratio cible d'endettement. Le Tableau n° 19 et le Graphique n° 18 résument les statistiques des structures financières exprimées par rapport à la valeur comptable de leur capital.

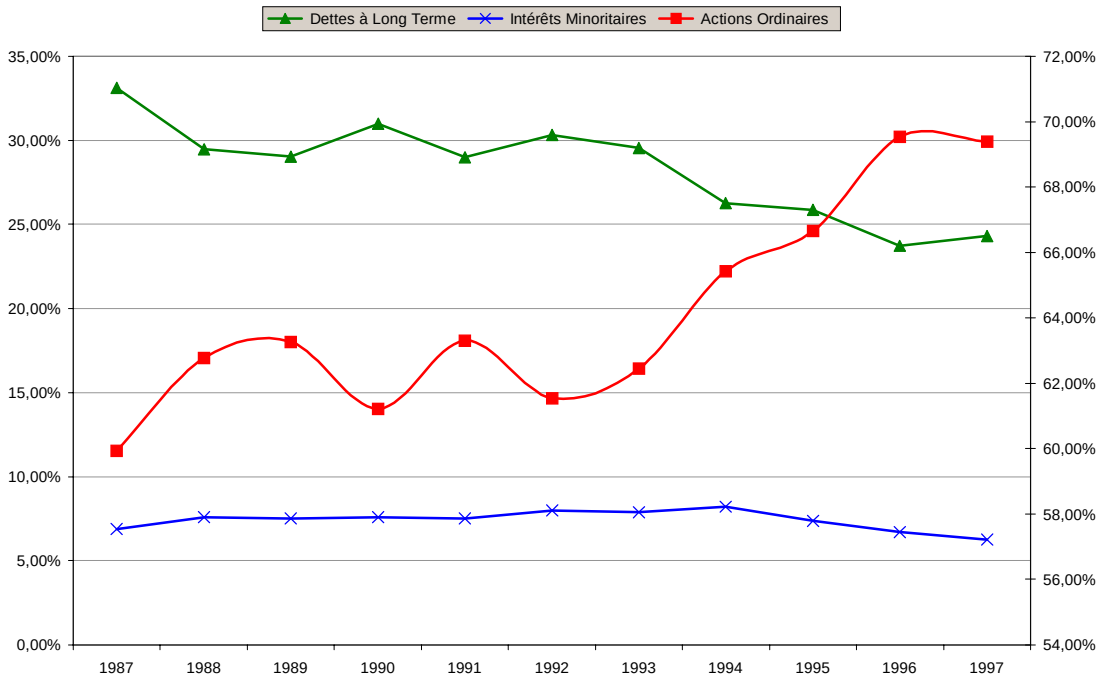
[238] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher. L'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles est rejetée (acceptée) pour la part de la valeur de marché du capital représentée par les actions ordinaires et les dettes à long terme (par les actions privilégiées). L'hypothèse selon laquelle la moyenne des intérêts minoritaires est constante durant la période de 1987 à 1997 est acceptée au seuil de 6 %.

Tableau n° 19 : Structures financières en valeur comptable par année – 1987 à 1997.

Année	Actions Ordinaires	Actions Privilégiées	Dettes à Long Terme	Intérêts Minoritaires
N	*1727*	*1727*	*1727*	*1727*
1987 à	64,53 %	0,11 %	27,96 %	7,40 %
1997	(65,80 %)	(0,00 %)	(26,50 %)	(3,21 %)
	{58,26 %}	{0,03 %}	{31,31 %}	{10,14 %}
1987	59,94 %	0,06 %	33,13 %	6,88 %
	(62,23 %)	(0,00 %)	(30,20 %)	(4,50 %)
	{57,34 %}	{0,00 %}	{33,72 %}	{8,93 %}
1988	62,77 %	0,18 %	29,47 %	7,58 %
	(61,65 %)	(0,00 %)	(28,55 %)	(4,83 %)
	{57,57 %}	{0,01 %}	{33,55 %}	{8,76 %}
1989	63,26 %	0,16 %	29,05 %	7,52 %
	(62,67 %)	(0,00 %)	(28,59 %)	(2,89 %)
	{58,55 %}	{0,01 %}	{32,59 %}	{8,74 %}
1990	61,21 %	0,21 %	31,00 %	7,59 %
	(60,83 %)	(0,00 %)	(30,48 %)	(3,35 %)
	{56,77 %}	{0,01 %}	{33,54 %}	{9,51 %}
1991	63,30 %	0,16 %	29,01 %	7,53 %
	(62,77 %)	(0,00 %)	(27,03 %)	(3,15 %)
	{55,70 %}	{0,01 %}	{32,75 %}	{11,40 %}
1992	61,55 %	0,14 %	30,33 %	7,98 %
	(62,03 %)	(0,00 %)	(30,94 %)	(3,55 %)
	{55,17 %}	{0,01 %}	{33,64 %}	{11,07 %}
1993	62,45 %	0,11 %	29,55 %	7,89 %
	(63,61 %)	(0,00 %)	(30,03 %)	(3,52 %)
	{56,16 %}	{0,05 %}	{32,32 %}	{11,00 %}
1994	65,43 %	0,08 %	26,26 %	8,23 %
	(68,78 %)	(0,00 %)	(24,71 %)	(3,16 %)
	{56,65 %}	{0,04 %}	{31,55 %}	{11,38 %}
1995	66,66 %	0,09 %	25,86 %	7,38 %
	(69,25 %)	(0,00 %)	(23,17 %)	(3,02 %)
	{59,18 %}	{0,04 %}	{29,79 %}	{10,64 %}
1996	69,54 %	0,05 %	23,71 %	6,70 %
	(71,88 %)	(0,00 %)	(19,07 %)	(3,06 %)
	{62,86 %}	{0,03 %}	{27,14 %}	{9,68 %}
1997	69,38 %	0,04 %	24,33 %	6,25 %
	(72,90 %)	(0,00 %)	(20,00 %)	(2,77 %)
	{59,39 %}	{0,03 %}	{31,02 %}	{9,27 %}

Légende : Les données représentent la moyenne des composants de la valeur comptable du capital des entreprises sur un échantillon de 1727 observations concernant 210 entreprises sur la période 1987-1997. La valeur comptable du capital d'une entreprise est la somme en fin d'exercice de la valeur de ses dettes financières, de ses actions et des intérêts minoritaires. Les données entre crochets {} représentent les moyennes des observations pondérées par la valeur de marché du capital. Les données entre parenthèses () correspondent à la médiane.

Graphique n° 18 : Structure financière des sociétés non financières cotées au SBF250 en valeur comptable de 1987 à 1997.



Légende : La part des actions ordinaires dans la valeur comptable est mesurée sur l'échelle de droite. Les proportions de dettes financières à long terme et des intérêts minoritaires sont mesurées sur l'échelle de gauche.

L'interprétation des séries s'effectue à partir de l'étude de la moyenne sur la période, puis de l'évolution globale et enfin des particularités annuelles. Les tests paramétriques et non paramétriques réalisés sur les données comptables conduisent à des conclusions similaires à celles sur les données en valeur de marché (non reportés).

- Exprimée par rapport à la valeur comptable du capital des entreprises, la proportion de dettes à long terme est, en moyenne de 28 %, supérieure à celle mesurée en valeur de marché. La proportion de la valeur comptable du capital représentée par des fonds propres est de 64,53 % pour les actions ordinaires, 0,11 % pour les actions privilégiées et 7,40 % pour les intérêts minoritaires.
- La baisse du taux d'endettement est-elle liée à l'augmentation du cours des titres durant la période d'étude ? L'évolution des ratios exprimés en valeur comptable confirme celle identifiée en valeur de marché : la part de la dette à long terme se réduit de 33 à 24 %. Exceptées pour les années 1988 et 1989, les profils en valeur comptable sont similaires à ceux en valeur de marché des titres.

- Qu'en est-il de l'existence d'un ratio cible (plus stable en valeur comptable) ? La période de 1988 à 1993 semble caractérisée par une certaine constance, eu égard au reste de l'échantillon, de la part des fonds propres (autour de 62,5 %) et de la part de la dette à long terme (autour de 29,75 %)[239]. De plus, les variations des cours boursiers pourraient expliquer l'écart d'évolution entre les proportions des fonds propres dans la valeur de marché des titres d'une part, dans leur valeur comptable d'autre part (les années de marché haussier sont caractérisées par un écart plus important).

En conclusion sur l'échantillon étudié dans cette sous-section, les entreprises semblent favoriser les fonds propres, dès 1992 jusqu'en 1997, quelle que soit la méthode de calcul employée (comptable ou de marché). L'analyse en termes de médiane est similaire à celle réalisée en moyenne, même si les ratios diffèrent en niveau. Le ratio cible, s'il existe, semble plus stable que celui mesuré en moyenne[240]. Cependant, il est considéré que les structures financières résultent des décisions de financement périodiques (sans nier une causalité inverse). L'aspect novateur de cette recherche est qu'elle étudie comment les entreprises se financent périodiquement.

---

[239] Comme l'endettement comptable semble plus stable que sa mesure en valeur de marché, il est tentant de conclure que les cibles d'endettement des entreprises si elles existent, sont typiquement fonction de la valeur comptable des titres et non des valeurs de marché (Fama et French, 1999, p. 1951).

[240] La pondération peut jouer un rôle important dans les statistiques obtenues compte tenu de l'influence de la taille des entreprises sur leurs décisions financières. La taille est mesurée par la valeur de marché des titres de l'entreprise (valeur de marché des actions ordinaires et valeur comptable des dettes, des actions privilégiées et des intérêts minoritaires). D'après les statistiques sur l'échantillon sélectionné, il semble que les comportements financiers des entreprises, exprimés par rapport à la valeur de marché de leur capital, divergent suivant leur taille ; la tendance est néanmoins identique à celle décrite par les autres mesures présentées.

Les actions ordinaires (resp. les dettes) représentent 68,52 % (23,22 %) de la valeur de marché des titres lorsque les observations sont pondérées. La proportion des fonds propres est plus importante à la fin de la période (73 %) qu'au début (64 %). Comparativement à l'analyse menée en moyenne, cette mesure indique que les grandes sociétés semblent plus endettées et utilisent moins de fonds propres. De plus, l'augmentation entre 1991 et 1997 de la part des fonds propres repérée à partir des mesures en moyenne et en médiane n'apparaît qu'entre 1995 et 1997 selon la mesure de la moyenne pondérée. Cette évolution peut être liée aux décisions financières des entreprises les plus petites, qui auraient réduit leur endettement plus tôt. Bloch et Coeuré (1995) obtiennent des conclusions similaires sur un échantillon partiellement identique. Enfin, il apparaît une augmentation de 0,6 % du ratio d'endettement en valeur de marché entre 1996 et 1997, alors que les mesures non pondérées laissent paraître une diminution de l'endettement ; cela est probablement lié aux comportements financiers des grandes sociétés.

B) Résumés statistiques des flux de liquidités des entreprises françaises non financières de 1988 à 1997

Les structures financières qui apparaissent dans les tableaux n° 17 et 19, sont le résultat du comportement des entreprises en réponses à des contraintes de financement périodiques telles que les entrées sont égales aux sorties de fonds. L'examen des composants des flux de trésorerie fournit une perspective complémentaire sur le comportement de financement des entreprises. Les tableaux suivants résument les statistiques de l'échantillon sélectionné précédemment. Les flux sont exprimés comparativement à la valeur de marché des titres financiers en début de période de chaque entreprise dans l'échantillon (Tableau n° 20) et de leur valeur comptable afin d'identifier un éventuel problème lié à la variation des cours boursiers (Tableau n° 21) – Ils seront appréciés comparativement aux dépenses d'investissement dans la quatrième sous-section. Les variables étudiées sont les suivantes ; l'indice t représente la date de mesure d'une variable. Elles sont ordonnées en 4 catégories représentant l'équilibre comptable des flux (préfixe CF) du tableau des flux financiers (*Cash Flow Statement*) de la période 1988 à 1997 :

- les flux d'exploitation (CF_OA_t)[241] ;
- les flux d'investissement (CF_IA_t)[242] ;
- les flux de financement auprès des actionnaires (CA_FA1_t)[243] et auprès des créanciers (CF_FA2_t)[244] ;
- les flux de rémunération des apporteurs de fonds (CF_RA1_t et CF_RA2_t[245] respectivement des actionnaires et des créanciers).

---

[241] Les postes suivants de la base de données Worlscope ont été utilisé. CF_OA = *Funds From Operations + Extraordinary Items + Funds From Other Operating Activities + Effect Of Exchange On Cash + Interest Expense on Debt*. Par hypothèse, les éléments exceptionnels ont été attribués aux éléments d'exploitation.

[242] CF_IA = *capital expenditure + net assets from acquisitions + increase in investments + additions to other assets + other uses from investing - disposal of fixed assets - decrease in investments - other sources from investing.*

[243] CF_FA1 = *net proceeds from sale and issue of common and preferred stock – common and preferred purchased, retired, converted, redeemed.*

[244] CF_FA2 = *long term borrowing + increase or decrease in short term borrowings - reduction in long term debt.*

[245] CF_RA1= *cash dividends paid* et CF_RA2 = *interest expense on debt*.

L'équilibre comptable requiert que :

$CF_OA_t + CF_FA1_t + CF_FA2_t = CF_IA_t + CF_RA1_t + CF_RA2_t$

Identiquement à l'étude de la structure financière, l'analyse de la structure de financement présente les caractéristiques de l'échantillon sur la période puis leur évolution annuelle.

Tableau n° 20 : Flux de fonds annuels en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997.

Année	CF_OA	CF_IA	CF_RA1	CF_RA2	CF_FA1	CF_FA2
N	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*
1988 à	14,54 %	12,23 %	1,47 %	3,70 %	1,75 %	1,05 %
1997	(13,02 %)	(9,56 %)	(1,35 %)	(3,12 %)	(0,09 %)	(-0,06 %)
	{14,83 %}	{12,92 %}	{1,39 %}	{3,67 %}	{1,67 %}	{1,46 %}
	21,75 %	21,28 %	2,02 %	5,68 %	2,50 %	3,72 %
1988	(20,31 %)	(17,49 %)	(2,00 %)	(5,00 %)	(0,26 %)	(1,13 %)
	{26,83 %}	{26,78 %}	{2,31 %}	{5,94 %}	{2,52 %}	{5,45 %}
	17,06 %	17,01 %	1,56 %	4,59 %	2,63 %	3,25 %
1989	(16,14 %)	(16,39 %)	(1,39 %)	(4,20 %)	(0,15 %)	(0,36 %)
	{20,76 %}	{20,81 %}	{1,73 %}	{4,90 %}	{3,76 %}	{2,88 %}
	14,81 %	15,26 %	1,38 %	3,99 %	1,61 %	4,21 %
1990	(13,65 %)	(11,84 %)	(1,34 %)	(3,38 %)	(0,15 %)	(1,65 %)
	{17,33 %}	{19,77 %}	{1,46 %}	{4,67 %}	{2,05 %}	{6,53 %}
	17,62 %	15,07 %	1,77 %	4,93 %	1,46 %	2,68 %
1991	(16,12 %)	(11,40 %)	(1,69 %)	(4,44 %)	(0,13 %)	(0,41 %)
	{20,59 %}	{19,53 %}	{1,74 %}	{5,93 %}	{2,31 %}	{4,29 %}
	16,31 %	12,49 %	1,50 %	4,94 %	1,64 %	0,86 %
1992	(16,49 %)	(10,94 %)	(1,37 %)	(4,21 %)	(0,05%)	(-0,37 %)
	{16,34 %}	{12,77 %}	{1,45 %}	{5,43 %}	{1,85 %}	{1,40 %}
	14,14 %	9,34 %	1,39 %	4,36 %	1,58 %	-0,60 %
1993	(13,66 %)	(7,65 %)	(1,35 %)	(3,67 %)	(0,06 %)	(-0,63 %)
	{14,37 %}	{10,84 %}	{1,27 %}	{4,45 %}	{1,78 %}	{0,42 %}
	10,42 %	7,43 %	1,09 %	2,75 %	1,65 %	-0,81 %
1994	(10,41 %)	(6,48 %)	(1,09 %)	(2,36 %)	(0,13 %)	(-0,63 %)
	{10,72 %}	{8,71 %}	{0,94 %}	{2,89 %}	{1,78 %}	{0,16 %}
	12,17 %	9,63 %	1,30 %	2,83 %	1,38 %	0,21 %
1995	(10,48 %)	(7,97 %)	(1,26 %)	(2,45 %)	(0,04 %)	(-0,55 %)
	{12,65 %}	{9,06 %}	{1,27 %}	{2,96 %}	{0,99 %}	{-0,34 %}
	14,81 %	11,68 %	1,62 %	2,53 %	1,82 %	-0,72 %
1996	(13,36 %)	(9,75 %)	(1,39 %)	(2,06 %)	(0,12 %)	(-0,44 %)
	{13,96 %}	{11,41 %}	{1,40 %}	{2,61 %}	{0,88 %}	{0,58 %}
	11,22 %	10,37 %	1,35 %	2,11 %	1,65 %	0,89 %
1997	(8,78 %)	(6,41 %)	(1,20 %)	(1,40 %)	(0,03 %)	(-0,18 %)
	{12,54 %}	{11,21 %}	{1,33 %}	{2,08 %}	{1,29 %}	{0,77 %}

Légende : L'échantillon est constitué de 1215 observations concernant 174 sociétés durant la période 1988 à 1997. Les données correspondent à la moyenne de la répartition du tableau de financement des entreprises rapportées à la valeur de marché de leur capital en début d'année. (La médiane est donnée entre parenthèses) {la moyenne des observations pondérée par la valeur de marché des titres est donnée entre crochets}. CF_OA mesure les flux d'exploitation, CF_IA, les flux d'investissement, CF_RA1 mesure les versements de dividendes, CF_RA2 mesure les frais financiers et CF_FA, les flux de financement auprès des actionnaires et des créanciers.

Tableau n° 21 : Flux de fonds annuels en pourcentage de la valeur comptable du capital en début d'année des sociétés sur la période de 1988 à 1997.

Année	CF_OA	CF_IA	CF_RA1	CF_RA2	CF_FA1	CF_FA2
N	*1315*	*1315*	*1315*	*1315*	*1315*	*1315*
1988 à 1997	21,75 % (20,20 %) {21,51 %}	19,72 % (14,75 %) {19,74 %}	2,61 % (2,10 %) {2,26 %}	5,14 % (4,35 %) {4,97 %}	3,38 % (0,12 %) {2,53 %}	2,37 % (-0,26 %) {2,92 %}
1988	28,22 % (25,98 %) {28,83%}	26,97 % (20,94 %) {33,80%}	2,79 % (2,62 %) {3,57%}	6,95 % (6,38 %) {6,32%}	2,95 % (0,26 %) {2,91%}	5,54 % (1,08 %) {6,95%}
1989	27,80 % (26,40 %) {29,62%}	29,16 % (24,39 %) {34,03%}	2,97 % (2,65 %) {3,16%}	7,09 % (6,42 %) {6,50%}	4,65 % (0,21 %) {4,40%}	6,77 % (0,48 %) {9,64%}
1990	25,60 % (25,50 %) {23,80%}	29,38 % (21,04 %) {36,02%}	2,91 % (2,48 %) {2,90%}	6,82 % (5,95 %) {7,40%}	3,78 % (0,22 %) {9,38%}	9,74 % (2,73 %) {13,18%}
1991	24,61 % (22,16 %) {28,19%}	22,73 % (17,42 %) {28,74%}	2,76 % (2,20 %) {2,80%}	6,40 % (5,94 %) {7,19%}	3,67 % (0,12 %) {3,20%}	3,60 % (0,32 %) {7,01%}
1992	22,16 % (21,52 %) {23,34%}	17,08 % (10,48 %) {19,21%}	2,34 % (2,00 %) {2,40%}	6,38 % (5,33 %) {7,27%}	2,40 % (0,01 %) {2,49%}	1,23 % (-0,74 %) {3,08%}
1993	18,32 % (18,88 %) {20,16%}	12,20 % (10,48 %) {14,97%}	2,20 % (1,87 %) {2,20%}	5,50 % (4,84 %) {5,62%}	2,29 % (0,06 %) {2,53%}	-0,67 % (-1,34 %) {0,13%}
1994	17,73 % (17,86 %) {19,08%}	14,28 % (13,00 %) {16,39%}	2,26 % (1,87 %) {2,15%}	4,10 % (3,52 %) {3,79%}	4,22 % (0,18 %) {3,11%}	-1,29 % (-1,00 %) {0,18%}
1995	19,91 % (17,33 %) {19,02%}	15,51 % (12,41 %) {14,75%}	2,36 % (1,89 %) {2,40%}	4,00 % (3,48 %) {3,59%}	2,17 % (0,06%) {1,43%}	-0,20 % (-1,24 %) {0,03%}
1996	21,03 % (18,64 %) {20,77%}	20,00 % (14,00 %) {19,75%}	3,10 % (1,99 %) {2,71%}	3,27 % (2,92 %) {3,01%}	4,75 % (0,15 %) {1,40%}	0,58 % (-0,80 %) {3,18%}
1997	18,26 % (16,58 %) {21,62%}	18,78 % (13,87 %) {20,76%}	2,64 % (2,14 %) {2,76%}	3,08 % (2,60 %) {2,83%}	3,00 % (0,05 %) {1,75%}	3,25 % (-0,44 %) {2,87%}

Légende : L'échantillon est constitué de 1315 observations concernant 190 sociétés durant la période 1987 à 1997. Les données correspondent à la moyenne de la répartition du tableau de financement des entreprises rapportées à la valeur comptable de leur capital en début d'année. (La médiane est donnée entre parenthèses) {la moyenne pondérée est donnée entre crochets}. Les variables sont définies comme précédemment.

En moyenne (non pondérée) sur la période d'étude, les flux générés en interne par l'exploitation sont supérieurs aux flux nécessaires au financement de l'investissement. L'investissement réalisé par les entreprises représente en moyenne 12,23 % de la valeur de marché des titres tandis que les flux d'exploitation représentent 14,54 %. Cependant, les entreprises rémunèrent leurs apporteurs de fonds, ce qui représente plus d'un tiers des flux d'exploitation (les dividendes annuels et le paiement des intérêts des dettes représentent respectivement 1,47 % et 3,70 % de la valeur de marché des titres). En moyenne toutes les années, les firmes ont recours à de nouveaux moyens de financement externe à hauteur de 2,80 % de la valeur de marché des titres. Les flux d'endettement représentant 1,05 % de la valeur de marché, sont inférieurs aux flux de fonds obtenus auprès des actionnaires (1,75 %). Au total, les émissions d'actions nettes de rachats d'actions représentent presque les deux tiers du financement externe. Ce dernier équivaut à un peu moins du quart de l'investissement en valeur de marché (22,9 %). L'analyse descriptive de la répartition des flux de fonds exprimés en pourcentage de la valeur comptable est similaire[246]. L'analyse en médiane est un peu différente car elle est moins sensible aux valeurs extrêmes ; l'écart porte surtout sur les flux d'investissement et de financement[247].

Au total, les flux d'exploitation des entreprises sont supérieurs à leurs besoins de financement liés aux investissements qu'elles réalisent. Cependant, l'autofinancement des entreprises, une fois les apporteurs de capitaux rémunérés, est inférieur à leurs investissements. Dans ce sens, le financement externe permet aux entreprises de couvrir une partie des dépenses. Toutefois, l'importance de ce financement externe et sa répartition entre l'appel aux actionnaires et aux créanciers semblent dépendre de la mesure utilisée (valeur de marché et valeur comptable) et des caractéristiques des observations (moyenne, moyenne pondérée et médiane). Au demeurant, cette

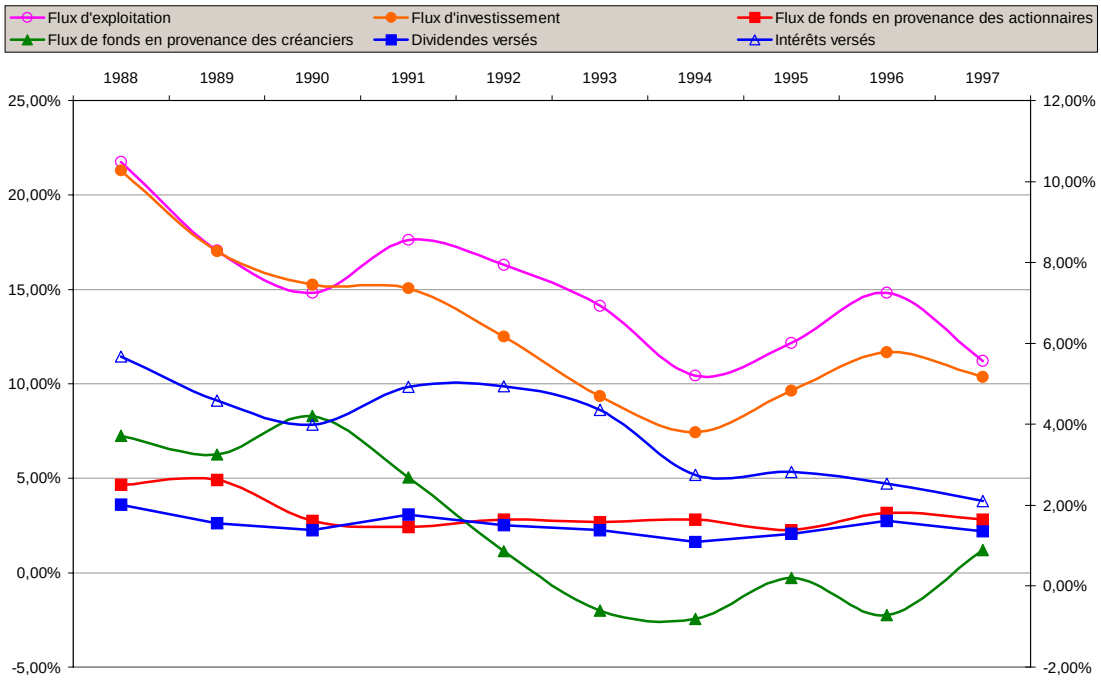
[246] L'analyse des flux de fonds agrégés réalisée par Fama et French (1999) sur le marché américain présente des résultats assez proches en comparaison des données comptables obtenues sur l'échantillon français (voir p. 1952). L'investissement des sociétés est plus important en France. Le versement de dividendes et d'intérêts financiers sont un peu plus faibles. L'appel de fonds auprès des actionnaires est plus important en France qu'aux États-Unis ; ainsi que la souscription de nouveaux emprunts. La différence porte sur la diminution de l'endettement en France.

[247] Les flux d'exploitation (13,02 %) sont presque suffisants pour couvrir les besoins de financement liés à l'investissement et à la rémunération des apporteurs de fonds (9,56 + 1,35 + 3,12 %). Le financement externe semble, selon cette mesure, ne pas jouer un rôle important (0,04 % de la valeur de marché des titres), pour la majorité des entreprises observées.

description globale du comportement de financement peut être complétée par une analyse périodique.

Ce paragraphe vise à analyser les comportements de financement des entreprises annuellement durant la période d'étude. L'étude porte sur la répartition des flux rapportés à la valeur de marché des titres. Les mesures comptables peuvent être utilisées afin d'éviter le problème de la variation des cours et d'étudier la stabilité des ratios cibles. Les statistiques étudiées – moyenne et médiane – présentant des évolutions des variables souvent similaires ne sont pas reportées. Une analyse périodique est proposée après avoir présenté graphiquement les données et testé leur signification.

Graphique n° 19 : Investissement, financement et rémunération des actionnaires et des créanciers des entreprises en pourcentage de la valeur de marché du capital en début d'année, entre 1988 et 1997.



Légende : Le graphique représente l'évolution moyenne des flux de fonds des entreprises de 1215 observations concernant 174 sociétés sur la période 1988 à 1997. Les flux d'investissement et d'exploitation sont mesurés sur l'échelle de gauche, les flux de financement auprès des actionnaires et des créanciers et les flux de rémunération envers eux sont mesurés sur l'échelle de droite.

Pour chaque variable, l'hypothèse H_0 selon laquelle les moyennes annuelles sont égales chaque année est testée grâce à la statistique de Fisher. Cette dernière analyse

requiert de s'interroger sur l'hypothèse d'égalité des variances des variables (Tableau n° 22).

Tableau n° 22 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables annuelles de la composition des flux des entreprises entre 1988 et 1997.

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes $F_{(10,1214)}$ Signification
flux d'exploitation	4,72 ***	8,37 ***
flux d'investissement	6,54 ***	12,21 ***
flux de rémunération envers les actionnaires	2,88 ***	5,90 ***
flux de rémunération envers les créanciers	10,96 ***	20,43 ***
flux de financement auprès des actionnaires	1,84	0,66
flux de financement auprès des créanciers	2,62 ***	4,93 ***

Légende : L'hypothèse de l'égalité des variances annuelles des observations est rejetée au seuil de 1 % pour toutes les variables, à l'exception des flux de financement en provenance des actionnaires (la probabilité d'accepter à tort l'hypothèse nulle est de 5,6%). L'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne de la part de la valeur de marché des titres représentée par les émissions d'actions nettes de rachats est la même durant toutes les années de 1988 à 1997 est acceptée. Pour chacune des variables restantes[248], l'hypothèse alternative selon laquelle au moins une des moyennes annuelles est différente des autres, est acceptée au seuil de 1 %. Une probabilité inférieure à 1 % de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***.

La description des tableaux des flux de fonds sur la période 1988 à 1997 est abordée en reprenant les différentes catégories successivement.

1/ **Les flux d'exploitation** en début de période (21,75 %), rapportés à la valeur de marché des titres, sont supérieurs à ceux de fin de période (11.22 %). Le minimum de 10,42 % est atteint en 1994, en raison du niveau des cours boursiers et du creux économique conjoncturel atteint fin 1993. L'interprétation de l'évolution des flux d'exploitation en valeur comptable est similaire et le biais lié à une mesure ou l'autre semble faible (par ex. la baisse des flux entre 1988 et 1990 semble liée à une augmentation des cours boursiers).

[248] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher. L'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles est rejetée pour les variables autre que les flux de financement en provenance des actionnaires (au seuil habituel). De plus, les tests paramétriques et non paramétriques réalisés sur les données comptables conduisent à des conclusions similaires.

2/ Relativement à la valeur de marché de leur capital, la part **des flux de fonds consacrés à leurs investissements** par les entreprises a diminué de 21,28 % en 1988 à 10,37 % en 1997, traduisant un ralentissement de l'investissement comptable sur la période. Les réductions des montants investis par les entreprises semblent continues de 1988 à 1994, année où un minimum de 7,43 % de leur valeur de marché des titres financiers est atteint[249].

Au total, les évolutions des flux d'exploitation et d'investissement sont relativement semblables - tendance identique et minimum atteint la même année[250]. Dans un premier temps, entre 1988 et 1990, leur niveau et leur évolution sont proches l'une de l'autre. En 1990, les dépenses d'investissement sont plus importantes que les flux d'exploitation (signe d'un financement externe important). Dans un second temps, entre 1991 et 1996, les montants investis sont inférieurs de près de 3 % à ceux obtenus de l'exploitation. En conséquence, le financement externe pourrait être plus important en début de période qu'en fin de période. Il faut néanmoins tenir compte des flux de fonds sortant de l'entreprise en direction des apporteurs de fonds au titre de la rémunération de leurs services (ainsi qu'éventuellement des flux nécessaires aux remboursements des emprunts à échéance) et qui peuvent réduire sa capacité d'autofinancement.

3/ Contrairement aux flux d'exploitation, **les flux versés aux apporteurs de capitaux à titre de rémunération** peuvent être relativement indépendants de l'activité

---

[249] Mesurée par rapport à la valeur comptable des titres, le minimum des dépenses d'investissement est atteint en 1993 avec 12,20 % pour augmenter à 14,28 % en 1994. La baisse des cours entre 1993 et 1994 pourrait expliquer ce décalage. De surcroît, la baisse de l'investissement entre 1988 et 1990 repérée à partir de la mesure de marché peut être fallacieuse dans la mesure où les cours boursiers ont augmenté après la rupture de 1987. Selon la même argumentation, d'une part, la baisse avant 1993 de l'investissement est plus accentuée en valeur comptable car les cours augmentent, d'autre part, la reprise de l'investissement de 1994 à 1997 est moins rapide en valeur de marché en raison de l'augmentation des cours. Cependant, Aglietta (1993) retrouve ce pic d'investissement en 1989 et 1990 en raison de la spéculation immobilière.

[250] Le coefficient de corrélation de Pearson (paramétrique) est de 61,5 % (significatif à 1 %) et celui de Spearman (Rho) est de 63,4 % (significatif à 1 %). Le coefficient de corrélation partielle est de 59,85 % (significatif à 1 %) ; il décrit le rapport linéaire entre l'investissement et l'exploitation en contrôlant les effets de l'année d'observation. Le coefficient de corrélation partielle non paramétrique de Kendall est de 46 % (significatif à 1 %).

des entreprises[251]. Durant la période étudiée, les dividendes représentent 2 % en 1988 et 1,35 % en 1997 et les intérêts versés aux créanciers représentent 5,68 % en 1988 et 2,11 % en 1997 de la valeur de marché du capital des entreprises. Les versements de dividendes à l'exception de 1991, sont périodiquement en moyenne, inférieurs aux appels aux actionnaires. Les flux de rémunérations des apporteurs de capitaux évoluent conjointement de 1988 à 1993 et de façon opposée ensuite[252]. La baisse des deux séries en 1989 et 1990 semble due à la hausse des cours[253]. Les frais financiers représentent environ 30 % des flux d'exploitation jusqu'en 1992. Ils diminuent ensuite, rapidement en 1993 et 1994 et lentement de 1995 à 1997 (comparativement aux autres variations) ; ce qui peut contribuer à accroître la capacité d'autofinancement de l'entreprise.

Dans cette sous-section, en considérant que la rémunération par les entreprises de l'échantillon de leurs actionnaires apparaît relativement constante durant la période d'étude et que les frais financiers versés aux créanciers deviennent de moins en moins importants par rapport aux flux d'exploitation, le financement externe pourrait être plus important au début qu'à la fin de la période d'étude. Cependant, les médianes des séries font apparaître un financement net externe relativement faible, voire négatif, suggérant la présence d'un effet taille important. Ce dernier résultat conduit à soupçonner l'influence d'une contrainte de financement, si elle est liée à la taille de l'entreprise (Levy, 2001). De plus, l'analyse réalisée des flux autorise d'appréhender la nature des

[251] Les frais financiers sont supposés être indépendants du niveau d'activité économique et les dividendes sont supposés être utilisés à des fins de signalisation (par exemple). Cependant, les tests paramétriques et non paramétriques rejettent l'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles de ces variables mesurées par rapport à la valeur de marché des titres. Les tests paramétriques et non paramétriques réalisés sur les données comptables sont similaires sauf pour l'hypothèse selon laquelle les moyennes annuelles des dividendes versés sont identiques qui ne peut être rejetée qu'avec une probabilité d'erreur de 6 % (test de Fisher).

[252] Le coefficient de corrélation de Pearson (paramétrique) est de -6,67 % (significatif à 5 %) et celui de Spearman (Rho) est de -8,8 % (significatif à 1 %). Le coefficient de corrélation partielle est de -10,48 % (significatif à 1 %) ; il décrit le rapport linéaire entre les frais financiers et les dividendes en contrôlant les effets de l'année d'observation. Le coefficient de corrélation partielle non paramétrique de Kendall est de -7,9 % (significatif à 1 %).

[253] Entre 1992 et 1994, les frais financiers supportés par les entreprises de l'échantillon sont pratiquement divisés par deux par rapport à la valeur de marché des titres (resp. de 4,94 % à 2,75 %). Cela est-il lié aux fluctuations boursières ? En fait, même si la réduction des frais financiers versés par les entreprises à leurs créanciers entre 1988 et 1990, qui n'apparaît pas dans les données comptables peut être attribuée à l'évolution des cours boursiers après le krach de 1987, celle réalisée entre 1992 et 1994 apparaît en valeur comptable et ne peut être attribuée exclusivement à la hausse des cours.

choix de financement des entreprises avant et après prise en compte des contraintes de remboursements. L'opération de décomposition réalisée dans la sous-section suivante permet d'appréhender l'importance du recours aux financements externes par les entreprises.

C) Décomposition des flux de financement

Dans l'objectif d'appréhender les choix de financement des entreprises, cette sous-section traite des flux annuels de financement afin d'identifier le financement externe des entreprises françaises du SBF250 entre 1988 et 1997, ainsi que sa nature. Il s'interroge sur l'intérêt et les limites des mesures traditionnelles (nettes) et avance des arguments en faveur de l'utilisation de mesures originales (brutes) afin d'effectuer une relecture du financement de l'investissement.

Le financement externe net est défini comme le flux d'émissions d'actions net de rachats et de retraits (CA_FA1_t) plus le flux d'émissions de dettes à long terme et à court terme (CF_FA2_t) net de remboursements. La nature du financement net est définie comme la différence entre CF_FA2_t et CF_FA1_t. Cette mesure représente la structure de financement et vise à apprécier globalement l'ensemble des choix de financement des dirigeants durant l'exercice comptable. Cependant, cette estimation est probablement peu informative de la manière dont les dirigeants obtiennent quotidiennement les fonds. Autrement dit, cette mesure traduit peu les modalités de financement dans le détail ; par exemple s'il y a un renouvellement à l'identique de l'une des sources de financement externe, sa participation au financement externe sera faible. Le risque d'utiliser une mesure nette est donc d'observer que l'autofinancement couvre l'investissement simplement car la nouvelle dette assure le remboursement de l'ancienne. En considérant que l'entreprise procède au remboursement de la dette à échéance durant l'année à partir des flux d'exploitation générés par les actifs en place, les possibilités d'autofinancement disponible de l'investissement seront vraisemblablement plus faibles et la participation des créanciers plus importante (ce qui caractériserait une marge discrétionnaire du dirigeant moindre).

La méthode proposée pour limiter ce problème de mesure consiste à appréhender la nature du financement externe, brut, à partir des souscriptions de dettes par les entreprises ($CF_FA2_Ress_{.t}$) moins les augmentations de capital ($CF_FA1_Ress_{.t}$). Lorsque cette mesure est positive, cela signifie que l'approvisionnement en fonds collectés auprès des apporteurs de capitaux est principalement assuré sous forme de dettes, mais pas nécessairement qu'il y a une augmentation de l'endettement de l'entreprise.

Dans l'objectif d'appréhender ces phénomènes financiers par rapport à la valeur de marché de l'entreprise, cette sous-section est organisée comme suit. Il s'agit de décrire statistiquement les séries dans un premier temps. Ensuite, une analyse périodique des flux nets de financement externe est proposée avant une discussion des flux bruts de financement externe.

1/ Descriptif statistique des flux de financement des entreprises entre 1988 et 1997

Le premier tableau résume les flux de financement brut et net des entreprises par rapport à la valeur de marché des titres en début d'année. Le second tableau reproduit d'une part, les tests de Fisher permettant d'interroger la stabilité dans le temps des séries, d'autre part les tests non paramétriques permettant de s'affranchir de l'hypothèse de normalité des séries.

Tableau n° 23 : Flux de financement brut et net en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997.

Année	Ressources obtenues auprès des actionnaires	Emplois de fonds à destination des actionnaires	Flux net avec les actionnaires	Ressources obtenues auprès des créanciers	Emplois de fonds à destination des créanciers	Flux net avec les créanciers
N	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*	*1215*
1988 à 1997	1,79 % (0,09 %) {1,75 %}	0,04 % (0,00 %) {0,08 %}	1,75 % (0,09 %) {1,67 %}	6,30 % (2,77 %) {6,45 %}	8,96 % (6,92 %) {8,68 %}	1,05 % (-0,06 %) {1,46 %}
1988	2,59 % (0,27 %) {2,90 %}	0,09 % (0,00 %) {0,48 %}	2,50 % (0,26 %) {2,52 %}	8,94 % (5,70 %) {13,66 %}	10,84 % (10,00 %) {14,12 %}	3,72 % (1,13 %) {5,45 %}
1989	2,74 % (0,15 %) {3,98 %}	0,11 % (0,00 %) {0,21 %}	2,63 % (0,15 %) {3,76 %}	8,12 % (4,59 %) {10,64 %}	9,45 % (7,14 %) {12,67 %}	3,25 % (0,36 %) {2,88 %}
1990	1,66 % (0,15 %) {2,14 %}	0,05 % (0,00 %) {0,08 %}	1,61 % (0,15 %) {2,05 %}	8,46 % (4,82 %) {11,64 %}	8,23 % (6,66 %) {9,79 %}	4,21 % (1,65 %) {6,53 %}
1991	1,47 % (0,13 %) {2,32 %}	0,00 % (0,00 %) {0,00 %}	1,46 % (0,13 %) {2,31 %}	8,62 % (4,42 %) {10,43 %}	10,87 % (8,89 %) {12,07 %}	2,68 % (0,41 %) {4,29 %}
1992	1,67 % (0,05 %) {1,92 %}	0,02 % (0,00 %) {0,03 %}	1,64 % (0,05%) {1,85 %}	6,09 % (3,12 %) {7,33 %}	10,38 % (8,70 %) {11,65 %}	0,86 % (-0,37 %) {1,40 %}
1993	1,59 % (0,06 %) {1,78 %}	0,00 % (0,00 %) {0,00 %}	1,58 % (0,06 %) {1,78 %}	5,57 % (2,76 %) {5,12 %}	10,50 % (8,22 %) {9,14 %}	-0,60 % (-0,63 %) {0,42 %}
1994	1,68 % (0,14 %) {1,86 %}	0,03 % (0,00 %) {0,07 %}	1,65 % (0,13 %) {1,78 %}	3,95 % (2,17 %) {4,70 %}	7,52 % (5,84 %) {7,43 %}	-0,81 % (-0,63 %) {0,16 %}
1995	1,43 % (0,04 %) {1,06 %}	0,04 % (0,00 %) {0,06 %}	1,38 % (0,04 %) {0,99 %}	5,20 % (1,63 %) {4,02 %}	7,82 % (5,36 %) {7,32 %}	0,21 % (-0,55 %) {-0,34 %}
1996	1,82 % (0,12 %) {0,93 %}	0,01 % (0,00 %) {0,04 %}	1,82 % (0,12 %) {0,88 %}	5,49 % (2,03 %) {4,66 %}	8,74 % (6,30 %) {6,69 %}	-0,72 % (-0,44 %) {0,58 %}
1997	1,86 % (0,06 %) {1,40 %}	0,21 % (0,00 %) {0,11 %}	1,65 % (0,03 %) {1,29 %}	5,43 % (1,71 %) {5,08 %}	6,65 % (3,33 %) {6,39 %}	0,89 % (-0,18 %) {0,77 %}

Légende : L'échantillon est constitué de 1215 observations concernant 174 sociétés durant la période 1988 à 1997. Les données correspondent à la moyenne des flux de financement obtenus dans le tableau de financement des entreprises rapportées à la valeur de marché de leur capital en début d'année. (La médiane est donnée entre parenthèses) {la moyenne des observations pondérée par la valeur de marché des titres est donnée entre crochets}. Les flux de financement collectés auprès des actionnaires et

des créanciers correspondent aux flux de fonds en provenance de chacun des partenaires financiers (ressources) moins les flux de fonds leur étant remboursés (emplois) sous forme de remboursements de dettes ou rachats d'actions[254].

Pour chaque variable, l'hypothèse H_0 selon laquelle les moyennes annuelles sont égales chaque année est testée grâce à la statistique de Fisher. Cette dernière analyse requiert de s'interroger sur l'hypothèse d'égalité des variances des variables (Tableau n° 24).

Tableau n° 24 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables annuelles des flux de financement brut et net, en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997.

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes $F_{(10,1214)}$	Signification
Ressources obtenues auprès des actionnaires	1,51	0,62	
Emplois de fonds à destination des actionnaires	6,54 ***	1,32	
Flux net avec les actionnaires	1,84	0,66	
Ressources obtenues auprès des créanciers	4,22 ***	3,85 ***	
Emplois de fonds à destination des créanciers	1,53	4,18 ***	
Flux net avec les créanciers	2,62 ***	4,93 ***	

Légende : L'hypothèse nulle selon laquelle la valeur annuelle moyenne de la part de la valeur de marché des titres représentée par les opérations en capital, augmentations ou réductions, est identique durant toutes les années de 1988 à 1997 est acceptée. Pour les opérations avec les créanciers, l'hypothèse alternative, selon laquelle au moins une des moyennes annuelles est différente des autres, est acceptée[255]. Une probabilité inférieure à 1 % de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***.

Les tests paramétriques et non paramétriques réalisés sur les données comptables conduisent à des conclusions exactement similaires (non reportés). À l'exception des mouvements de flux avec les actionnaires qui semblent constants sur la période étudiée, il apparaît que les entreprises ont altéré leur politique d'endettement entre 1988 et 1997.

[254] Au contraire de la mesure nette des flux d'endettement, les mesures brutes ne comptabilisent que les dettes à long terme. (La différence entre les deux représentent le financement net par dettes à court terme, attribuée par définition aux ressources. Les données dans la base utilisées ne permettent pas d'obtenir cette information en brut.)

[255] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher. L'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles est rejetée pour les variables autre que les flux de financement en provenance des actionnaires (au seuil habituel).

Les paragraphes suivants décrivent les flux de financement, respectivement nets et bruts, collectés auprès des apporteurs de capitaux.

2/ La composition du financement externe des entreprises entre 1988 et 1997

Sur la période étudiée, le financement externe des entreprises collecté auprès des apporteurs de capitaux, net des remboursements de fonds, représente 2,80 % en moyenne de la valeur de marché de leurs titres. Sur l'échantillon, le financement externe net apparaît plus important en 1988 (6,22 %) qu'en 1997 (2,54 % de la valeur de marché du capital des sociétés)[256].

De surcroît, la nature du financement des entreprises change au cours de la période étudiée. Alors que le financement auprès des actionnaires semble être relativement constant, celui réalisé auprès des créanciers s'est sensiblement réduit. La description des sources de financement confirme l'évolution identifiée à partir de l'étude de la structure financière. L'analyse traite successivement les sources de fonds.

- Bien que le financement réalisé auprès des actionnaires représente une part de la valeur de marché du capital des titres relativement constante[257] sur la période de 2,50 % en 1988 à 1,65 % en 1997, l'analyse périodique peut apporter des précisions sur l'influence du contexte boursier sur les décisions de financement par fonds propres.

---

[256] Cet écart est plus important en moyenne pondérée, ce qui suggère un appel aux pourvoyeurs de fonds plus important par les grandes entreprises que les petites. À partir des mesures pondérées par la valeur de marché des entreprises, la part des flux d'endettement dans le financement externe (46,65 %) semble plus importante que précédemment (37,50 % mesures non pondérées). Cela laisse penser que ce sont surtout les grandes entreprises qui utilisent le financement par emprunts sur la période (suggérant l'intérêt d'une étude par quartiles de taille).

L'analyse en médiane est un peu différente car elle est moins sensible aux valeurs extrêmes. Le financement externe semble, selon cette mesure, ne pas jouer un rôle important (0,04 % de la valeur de marché des titres).

[257] La probabilité de rejeter à tort de l'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles de l'appel aux actionnaires net de rachat d'actions est de 21,10 % selon le test non paramétrique de Kruskal-Wallis, supérieur au seuil de 5%. Le test paramétrique de Fisher conduit aussi à rejeter cette hypothèse au seuil habituel (tableau précédent Tableau n° 24).

- ✓ En premier lieu, l'analyse périodique de la part des flux en provenance des actionnaires semble confirmer que les entreprises favorisent les fonds propres durant les périodes de forte croissance des cours – c'est-à-dire l'hypothèse H.1.b au niveau micro.
- ✓ En second lieu, les entreprises constituant l'échantillon étudié pouvant accéder au marché primaire de la bourse de Paris, la part des nouveaux financements réalisés auprès des actionnaires par rapport à la valeur des titres pourrait être associée à l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier. Or, le calendrier d'activité sur le marché primaire établi dans le chapitre précédent, n'apparaît pas dans cette série de données observée au niveau micro, puisque aucune année n'est différente des autres.

- L'analyse du ralentissement du financement par dette des entreprises, de 3,72 % en 1988 à 0,89 % en 1997, peut permettre de mettre en évidence plusieurs faits stylisés.
  - ✓ Entre 1988 et 1990, l'appel aux créanciers augmente notamment sur le plan comptable. À partir de 1990, l'activité de crédit s'est fortement ralentie, puis s'est réduite de 1993 à 1996 - c'est-à-dire que, en moyenne, les remboursements de dettes sont supérieurs aux nouveaux emprunts et crédits contractés. L'analyse en médiane est un peu différente car elle est moins sensible aux valeurs extrêmes. Le ratio médian négatif de la part des flux d'endettement net par rapport à la valeur du capital (-0,06 %) signifie que plus de 50% des entreprises observées sur la période concernée ont procédé à des remboursements d'emprunts et de crédits plus importants que la souscription de nouveaux emprunts et crédits.
  - ✓ La hausse des cours boursiers de 1987 à 1990 (et à partir de fin 1995) tend à masquer l'augmentation de la part des fonds empruntés proportionnellement à la valeur de marché des titres par rapport à leur valeur comptable. En d'autres termes, la faveur des entreprises pour les fonds empruntés (en valeur comptable) pourrait être liée à la croissance des cours boursiers ou de la production industrielle (renforce l'intérêt de H7).

Au total, l'importance par rapport à la valeur de marché du capital et la nature du financement externe net évoluent entre 1988 et 1997 dans le sens identifié lors de

l'étude de la structure financière. De 1988 à 1991, la part représentée par la dette nette de remboursement (3,72% en 1988) est supérieure à celle des fonds propres (2,50 % en 1988), ce qui caractérise un financement réalisé principalement auprès des créanciers. À partir de 1992, les fonds propres (à partir des émissions d'actions) constituent la principale source de financement externe des sociétés. Autrement dit, l'épisode financier est marqué par un ralentissement puis une diminution de l'endettement. Néanmoins, les mesures présentées ici ne permettent pas d'éclairer les procédés utilisés par les dirigeants pour faire évoluer la nature du financement des entreprises et la structure de financement. Une mesure alternative est donc proposée.

3/ La décomposition des flux de financement externe

Il s'agit ici d'analyser les modalités mises en œuvre par les dirigeants pour adapter la nature du financement. De 1988 à 1997, il s'agit d'apprécier les flux de financement collectés, d'abord auprès de leurs actionnaires (augmentation de capital par apports en numéraire), puis de leurs créanciers (souscription de nouvelles dettes financières) pour les entreprises du SBF 250.

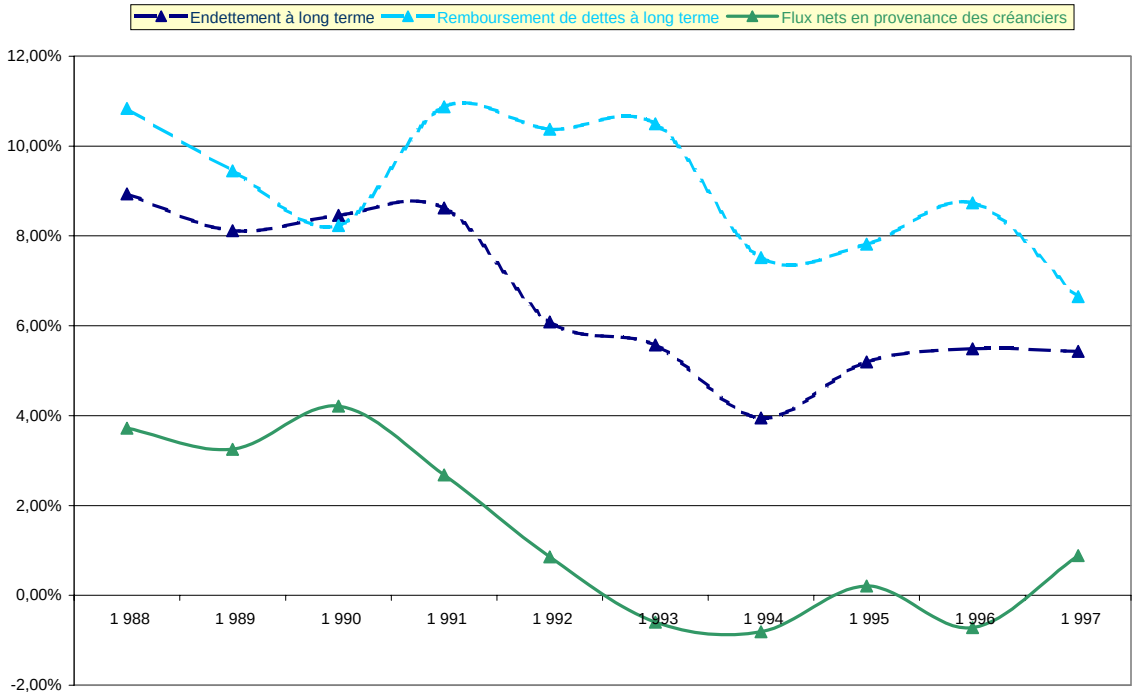
En moyenne, les entreprises collectent annuellement 1,79 % de la valeur de marché de leur capital sous forme de nouveaux fonds propres et procèdent à des rachats d'actions à hauteur de 0,04 %. Cette statistique tend à masquer qu'une majorité d'entreprises émet moins d'actions que la moyenne (pour 50 % des entreprises, les nouveaux fonds propres annuels représente moins de 0,1 % du capital) et ne procèdent à aucune réduction de capital (médiane nulle). Les tests réalisés (*cf.* Tableau n° 24), qu'ils soient paramétriques ou non paramétriques, ne permettent pas de rejeter (au seuil de 5 %) l'hypothèse d'une égalité des moyennes annuelles des séries décomposant le flux net de financement par les actionnaires en ressources (émissions d'actions…) et en emplois (rachats d'actions, réductions du capital…[258]) en proportion de la valeur de

[258] La significativité du test de différence de moyenne non paramétrique de Kruskall-Wallis est de 1,2 % pour les données exprimées en valeur de marché (2.29 % pour les données comptables). Compte tenu de la faible proportion de ce type d'événement durant la période étudiée et sur l'ensemble de l'échantillon, la signification économique est probablement réduite.

marché des titres des entreprises (ou de la valeur comptable). Au contraire, les tests réalisés sur les séries de flux de financement collectés ou à destination des créanciers suggèrent que le comportement d'endettement évolue sur la période.

Les flux de liquidités collectés annuellement auprès des créanciers sous forme de dettes à long terme représentent en moyenne 6,30 % de la valeur de marché des titres des entreprises. Chaque année, elles consacrent un montant équivalent à 9 % environ de leur valeur de marché aux remboursements des annuités des emprunts à long terme existants. Les tests réalisés dans le Tableau n° 24 *supra* soulignent qu'il existe cependant des différences annuelles, représentées dans le Graphique n° 20. L'application d'un modèle linéaire général permet de tester les années significativement différentes des autres. Les résultats sont présentés dans le Tableau n° 25.

Graphique n° 20 : Décomposition des flux de liquidités d'endettement.



Légende : Les flux de liquidités échangés avec les créanciers, soit lors de la souscription de nouvelles dettes financières, soit lors du remboursement d'anciennes dettes financières, sont mesurés comparativement à la valeur de marché de son capital économique.

Tableau n° 25 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année)[259] sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport à la valeur de marché de leur titres de capital en début de période, de 1988 à 1997.

Variable dépendante	Paramètre	coefficient	t de Student
Flux de financement en provenance des créanciers nets des remboursements de capital des dettes financières à long terme.	1988	0,0262	1,91
	1989	0,0237	1,89
	1990	0,0332	2,77 ***
	1991	0,0179	1,51
	1992	- 0,0008	- 0,07
	1993	- 0,0138	- 1,22
	1994	- 0,0170	- 1,51
	1995	- 0,0068	- 0,62
	1996	- 0,0161	- 1,45
Flux de financement collectés auprès des créanciers sous forme de souscriptions d'emprunts à long terme.	1988	0,0351	2,47 **
	1989	0,0269	2,07 **
	1990	0,0303	2,43 **
	1991	0,0320	2,59 ***
	1992	0,0066	0,54
	1993	0,0014	0,12
	1994	- 0,0148	- 1,26
	1995	- 0,0023	- 0,20
	1996	0,0006	0,05
Flux de financement consacrés aux remboursements du capital des emprunts à long terme.	1988	0,0419	3,47 ***
	1989	0,0280	2,53 **
	1990	0,0158	1,49
	1991	0,0422	4,02 ***
	1992	0,0373	3,60 ***
	1993	0,0385	3,85 ***
	1994	0,0087	0,87
	1995	0,0117	1,20
	1996	0,0209	2,14 **

Légende : L'échantillon est constitué de 1215 observations concernant 174 sociétés durant la période 1988 à 1997. Les données correspondent à la moyenne des flux de financement obtenus dans le tableau de financement des entreprises rapportées à la valeur de marché de leur capital en début d'année. Le modèle linéaire général permet de comparer chacune des années à 1997 ; c'est-à-dire s'il existe une différence significative entre 1997 et l'année considérée dans la colonne paramètre. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

Deux lectures peuvent être pratiquées sur les Tableaux n° 23 et n° 25. D'abord globalement, il apparaît que les entreprises ont collecté en 1990 des fonds auprès des créanciers représentant une part importante de la valeur de marché de leur titres. De

[259] L'annexe n° 4 présente les modèles de données de panel. En bref, il s'agit de capter un effet temporel indépendant des caractéristiques individuelles dans une régression multiple générale.

même, les tests statistiques ne confirment pas que les années où les flux nets sont négatifs (1993, 1994 et 1996) sont différentes des autres (1991, 1992, 1995 et 1997). Enfin à propos de la décomposition du financement, il apparaît que, d'une part, les souscriptions de dettes sont importantes durant les années 1988 à 1991, d'autre part, les remboursements de dettes sont importants de 1988 à 1993, à l'exception de 1990. L'analyse des flux de financement échangés avec les créanciers permet de conclure que le ralentissement de la souscription de nouveaux emprunts par les entreprises après 1991 est une des raisons du changement de la nature du financement des firmes sur la période. Ce mouvement est accéléré par le maintient dans le temps des remboursements des échéances des dettes financières.

Cependant, les variations des cours boursiers sur la période étudiée pourraient biaiser l'information statistique. Comparer les différentes années à 1997 où les cours sont élevés peut tendre à réduire la signification de l'écart annuel. Les flux de financement par les créanciers sont rapportés à la valeur comptable des titres en début d'année (le tableau suivant présente les résultats de la réalisation d'un nouveau test sur ces dernières séries).

Tableau n° 26 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année) sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport à la valeur comptable de leur titres de capital en début de période, de 1988 à 1997.

Variable dépendante	paramètre	coefficient	t de Student
Flux de financement en provenance des créanciers nets des remboursements de capital des dettes financières à long terme.	1988	0,0100	0,46
	1989	0,0352	1,79
	1990	0,0648	3,45
	1991	0,0035	0,19
	1992	- 0,0214	- 1,16
	1993	- 0,0392	- 2,21
	1994	- 0,0455	- 2,57 **
	1995	- 0,0345	- 1,96 **
	1996	- 0,0267	- 1,54
Flux de financement collectés auprès des créanciers sous forme de souscriptions d'emprunts à long terme.	1988	0,0101	0,46
	1989	0,0435	2,15 **
	1990	0,0687	3,55 ***
	1991	0,0146	0,77
	1992	- 0,0181	- 0,96
	1993	- 0,0278	- 1,52
	1994	- 0,0375	- 2,06 **
	1995	- 0,0260	- 1,44
	1996	- 0,0138	- 0,77
Flux de financement consacrés aux remboursements du capital des emprunts à long terme.	1988	0,0349	2,41 **
	1989	0,0485	3,65 ***
	1990	0,0412	3,25 ***
	1991	0,0442	3,56 ***
	1992	0,0366	2,95 ***
	1993	0,0356	2,98 ***
	1994	0,0182	1,52
	1995	0,0178	1,50
	1996	0,0148	1,27

Légende : L'échantillon est constitué de 1315 observations concernant 190 sociétés durant la période 1988 à 1997. Les données correspondent à la moyenne des flux de financement obtenus dans le tableau de financement des entreprises rapportées à la valeur comptable de leur capital en début d'année. Le modèle linéaire général permet de comparer chacune des années à 1997 ; c'est-à-dire s'il existe une différence significative entre 1997 et l'année considérée dans la colonne paramètre. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

À propos des flux de financement net avec les créanciers, les tests sur les données comptables précisent que 1990 peut être considérée comme une période où l'endettement des entreprises est important. Contrairement aux données exprimées en valeur de marché, il apparaît aussi que les entreprises ont significativement réduit leur

endettement en 1993, 1994 et 1995[260]. À propos de la décomposition, les souscriptions d'emprunts sont importantes surtout en 1990 alors que 1988 et 1991 ne semblent pas être caractérisées par une volonté des entreprises de s'endetter plus que la moyenne. Les remboursements de dettes sont significativement supérieurs pour les années 1988 à 1993 sans exception. Donc, la faiblesse, mesurée par rapport à la valeur de marché du capital, du remboursement de dettes en 1990 pourrait être liée à un niveau élevé des cours fin 1989. L'augmentation des cours sur la période conduit à minimiser les ratios en valeur de marché (par rapport aux données comptables), ce qui pourrait donc expliquer que les années 1989 et 1990 ne sont pas significatives sur les données de marché. Par exemple, la croissance des cours en 1996 peut influencer la mesure de l'importance du service de la dette comparativement à la valeur (de marché) des titres des entreprises. En bref, l'analyse des données comptables permet de confirmer le maintien à un niveau élevé, par rapport à 1997, des ressources nécessaires aux services de la dette (sans que l'absence de signification soit liée à l'évolution des cours).

La conclusion de l'analyse est que les dirigeants favorisent les fonds empruntés aux fonds propres dans les entreprises étudiées. Même si les flux de financement en provenance des actionnaires (bruts) sont constants alors que ceux en provenance des créanciers (bruts) semblent plus faibles à la fin de la période (en particulier 1994) qu'au début (1990), l'appel aux créanciers est toujours plus important que celui aux actionnaires. Autrement dit, selon cette mesure le financement des entreprises françaises sélectionnées dans l'échantillon est majoritairement (environ 75 %) composé de fonds en provenance des créanciers sur la période 1988 à 1997.

La différence d'interprétation avec la mesure nette de la nature du financement provient donc des flux de fonds nécessaires aux remboursements des emprunts des entreprises. En effet, ces derniers étant importants de 1988 à 1993 contribuent à réduire l'entrée nette de flux collectés auprès des créanciers à partir de 1991 (au point de rendre le flux net négatif en 1994) et donc à faire changer la nature du financement !

[260] L'augmentation des cours de 1993 à 1997 aurait dû réduire la différence. Donc la significativité ne peut être liée à un biais de mesure comptable ou de marché.

Deux questions concluent la description proposée des choix de financement dans cette sous-section. La mesure brute est-elle suffisante pour appréhender la nature du financement des entreprises, même si elle est censée être la plus logique ? Quel est le degré de liberté des dirigeants en matière de remboursements d'emprunts par rapport à un échéancier ?

En effet, l'évolution de la nature du financement net est liée à la conjonction de deux facteurs. D'une part, la période est marquée par une diminution de l'appel de fonds externes par les entreprises (peut-être en raison de la réduction des dépenses d'investissement). D'autre part, la contrainte à court terme des contrats de dettes ou la volonté des dirigeants ont conduit au maintien d'un niveau important de flux de liquidités nécessaires aux remboursements de la dette, comparativement aux flux d'exploitation ou à la valeur de marché du capital. Même si les flux de financement net en provenance des actionnaires sont supérieurs à ceux obtenus auprès des créanciers dés 1991 (suggérant un désendettement), la demande de flux de financement par dettes financières semble constante comparativement au financement externe. La nature du financement et son évolution de 1988 à 1997 sont donc appréhendées différemment selon le type de raisonnement (net ou brut).

Qui plus est, l'analyse théorique et empirique suggèrent que l'investissement joue un rôle important dans l'appréhension de la politique de financement. En effet, le rôle joué par les dirigeants dans la politique d'investissement est important selon les théories contractuelles. La mesure nette utilisée ne traduit pas nécessairement leur volonté de désendettement (dans un contexte de crise par exemple). Celle-ci est probablement mieux représentée par rapport à l'investissement ou au financement externe. La décomposition des flux de financement, réalisée dans cette sous-section, autorise une lecture originale de la couverture financière de l'investissement des entreprises durant la période.

D) Le financement de l'investissement des entreprises du SBF250 entre 1987 et 1997

Cette sous-section traite, comparativement à l'investissement des entreprises, des sources de financement par fonds propres interne et externe puis par emprunts. En effet, les modalités de financement mises en œuvre par les entreprises peuvent dépendre du montant et de la nature de leurs dépenses d'investissement. Il s'agit ici de proposer une lecture de l'épisode 1987-1997. L'approche théorique retenue conduit à considérer différentes mesures. La théorie de l'endettement, supposé contraindre le dirigeant dans la dimension des flux avant l'investissement et le versement de dividendes, suggère de définir un autofinancement disponible après remboursements des emprunts, pour appréhender la marge discrétionnaire. Une estimation plus appropriée de l'autofinancement consiste à soustraire des flux d'exploitation les montants de fonds nécessaires aux rémunérations des apporteurs de capitaux et ceux nécessaires aux services de la dette (annuités à échéances…).

L'estimation des choix de financement par les dirigeants directement à partir des émissions de titres financiers par rapport à leur dépenses d'investissement permet de réduire le biais susceptible d'apparaître lors les études temporelles des flux d'endettement, si ces derniers sont traditionnellement mesurés en émissions nettes de remboursements et de rachats. Par exemple, le ralentissement de l'investissement des entreprises, dans le contexte économique des années 1989 à 1995, peut conduire à une réduction de la demande de fonds externe, y compris auprès des créanciers. En conséquence comme les échéanciers contraignent les remboursements pour plusieurs années, le désendettement des entreprises appréhendé à partir des mesures précédentes peut être fallacieux et ne pas traduire la volonté des dirigeants.

Les séries statistiques présentées précédemment permettent de comparer ces deux mesures d'un même phénomène de financement. L'objectif de cette sous-section est d'étudier le comportement de financement des sociétés en contrôlant les biais statistiques liés à l'interdépendance des décisions d'investissement et de financement, puis de comparer les différentes mesures. L'analyse des données porte, en premier lieu sur les financements nets (traditionnels), en second lieu sur les financements bruts (originaux).

1/ Les financements nets de l'investissement des entreprises entre 1987 et 1997

Il s'agit maintenant de confirmer les résultats obtenus précédemment à partir de la valeur de marché des entreprises. Cette lecture consiste à étudier globalement comment les entreprises financent leurs investissements en supposant une autonomie des choix financiers puisque les sources sont appréhendées en nettes, c'est-à-dire les émissions moins les remboursements. En d'autres termes, l'autofinancement tel qu'il apparaît ici n'est donc pas nécessairement disponible pour l'investissement.

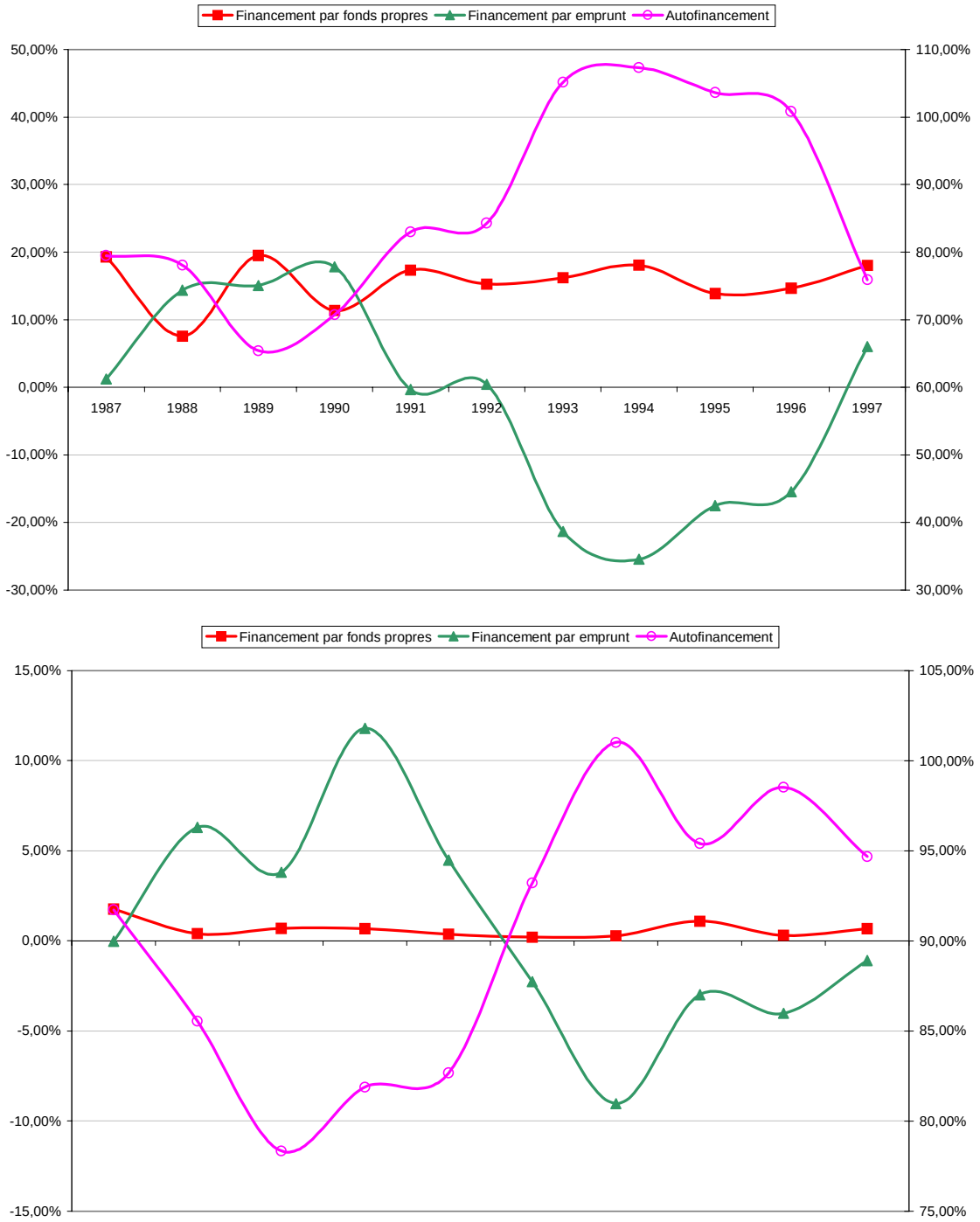
Les dépenses d'investissement sont autofinancées à hauteur de 89 % en moyenne durant la période étudiée. La part des dépenses d'investissement financée par les actionnaires (15,59 %) est plus importante en moyenne que le financement obtenu auprès des créanciers (- 4,43 %) ; cependant dans 50 % des observations, la contribution externe au financement de l'investissement apparaît relativement faible (Tableau n° 27). Après avoir présenté les données dans le Graphique n° 21 et testé leur signification (Tableaux n° 28 et 29), la démarche consiste à présenter l'opposition entre les sources interne et externe, puis à décomposer ces dernières.

Tableau n° 27 : Les financements de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 (par rapport à l'investissement de la période).

Année	Financement par fonds propres	Financement par emprunt	Autofinancement
N	*1421*	*1421*	*1421*
1987 à 1997	15,59 % (0,52 %)	- 4,43 % (0,00 %)	88,85 % (90,90 %)
1987	19,31 % (1,77 %)	1,21 % (- 0,02 %)	79,48 % (91,71 %)
1988	7,56 % (0,40 %)	14,36 % (6,30 %)	78,07 % (85,55 %)
1989	19,49 % (0,70 %)	15,07 % (3,81 %)	65,44 % (78,35 %)
1990	11,38 % (0,68 %)	17,85 % (11,79 %)	70,77 % (81,88 %)
1991	17,35 % (0,37 %)	- 0,33 % (4,48 %)	82,99 % (82,66 %)
1992	15,27 % (0,21 %)	0,47 % (- 2,27 %)	84,26 % (93,21 %)
1993	16,19 % (0,28 %)	- 21,34 % (- 9,03 %)	105,15 % (101,01 %)
1994	18,08 % (1,09 %)	- 25,42 % (- 2,99 %)	107,33 % (95,40 %)
1995	13,89 % (0,32 %)	- 17,51 % (- 4,03 %)	103,62 % (98,53 %)
1996	14,68 % (0,68 %)	- 15,46 % (- 1,09 %)	100,78 % (94,68 %)
1997	18,04 % (0,48 %)	6,04 % (0,00 %)	75,92 % (81,96 %)

Légende : L'échantillon est constitué de 1421 observations concernant 189 sociétés cotées à Paris dans l'indice SBF250. Les données sont obtenues en rapportant la valeur des flux de financement aux dépenses d'investissement à la fin de chaque année. Les statistiques correspondent à la moyenne des observations (la médiane est indiquée en parenthèse).

Graphique n° 21 : Le financement de l'investissement des entreprises du SBF250 de 1987 à 1997.



Légende : La première partie décrit la moyenne des séries tandis que la seconde décrit la médiane. Le financement des dépenses d'investissement des entreprises cotées au SBF250 durant la période de 1987 à 1997 est soit interne, soit externe. L'autofinancement traditionnel, comprenant les flux d'exploitation moins les dividendes et les frais financiers versés, est la principale source de financement de l'investissement (échelle de droite). Le financement externe est obtenu sous forme de dettes financières à

long terme et de fonds propres dans des proportions équivalentes avant 1991, puis principalement sous forme d'actions après (échelle de gauche).

Tableau n° 28 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables de la répartition annuelle du financement de l'investissement.

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes $F_{(10,1420)}$ Signification
flux de financement auprès des actionnaires	1,70	0,59
flux de financement auprès des créanciers	4,30 ***	2,18 **
autofinancement traditionnel	3,65 ***	1,99 **

Légende : L'hypothèse d'homogénéité des variances annuelles des observations est acceptée pour la part de l'investissement financée par fonds propres ; pour les autres variables, l'hypothèse d'homogénéité des variances est rejetée au seuil de 1 %. L'hypothèse nulle selon laquelle les moyennes des proportions financées par nouveaux fonds propres de l'investissement sont identiques chaque année entre 1987 et 1997 est acceptée. Par contre, cette hypothèse est rejetée au seuil de 5 % pour les flux d'autofinancement de l'investissement et pour la proportion de l'investissement financée par endettement[261]. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

L'analyse périodique requiert de tester la signification des moyennes annuelles, compte tenu des conclusions des tests du tableau précédent.

[261] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher. L'hypothèse d'égalité des moyennes annuelles est acceptée pour le financement de l'investissement obtenu auprès des actionnaires et rejetée pour les fonds empruntés et l'autofinancement (au seuil habituel).

Tableau n° 29 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année) sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport aux dépenses d'investissement en fin d'année, de 1987 à 1997.

Variable dépendante	paramètre	coefficient	t de Student
Flux de financement collectés auprès des actionnaires sous forme d'émissions d'actions.	1987	0,0127	0,18
	1988	- 0,1054	- 1,59
	1989	- 0,0145	- 0,24
	1990	- 0,0666	- 1,12
	1991	- 0,0069	- 0,11
	1992	- 0,0277	- 0,47
	1993	- 0,0184	- 0,34
	1994	- 0,0004	- 0,08
	1995	- 0,0415	- 0,74
	1996	- 0,0335	- 0,60
Flux de financement en provenance des créanciers nets des remboursements de capital des dettes financières à long terme.	1987	- 0,0483	- 0,27
	1988	0,0832	0,50
	1989	0,0903	0,58
	1990	0,1181	0,78
	1991	- 0,0638	- 0,43
	1992	- 0,0557	- 0,37
	1993	- 0,2850	- 1,96 **
	1994	- 0,3150	- 2,16 **
	1995	- 0,2357	- 1,67
	1996	- 0,2150	- 1,52
Flux d'autofinancement d'exploitation	1987	0,0356	0,20
	1988	0,0215	0,13
	1989	- 0,1050	- 0,66
	1990	- 0,0515	- 0,33
	1991	0,0707	0,46
	1992	0,0834	0,55
	1993	0,2920	1,99 **
	1994	0,3140	2,12 **
	1995	0,2750	1,93
	1996	0,2490	1,72

Légende : L'échantillon est constitué de 1421 observations concernant 189 sociétés durant la période 1987 à 1997. Les données correspondent aux coefficients saisonniers obtenus par régressions de la moyenne des flux de financement obtenus dans le tableau de financement des entreprises rapportées aux dépenses d'investissement à la fin de l'année. Le modèle linéaire général permet de comparer chacune des années à 1997 ; c'est-à-dire s'il existe une différence significative entre 1997 et l'année considérée dans la colonne paramètre[262]. Une probabilité inférieure à 5 % de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par **.

[262] Ces tests ont aussi été réalisés sans tenir compte d'un effet fixe individuel. Les conclusions sont identiques.

Périodiquement, l'analyse de la répartition, interne et externe, des financements des investissements met en évidence un comportement de financement original notamment durant l'épisode économique de 1990 à 1994 (marqué par un ralentissement puis une diminution de l'activité économique).

La tendance de l'autofinancement à se réduire légèrement, de 79,48 % en 1987 à 75,92 % en 1997, peut masquer des disparités entre les années. La proportion autofinancée de l'investissement augmente sensiblement de 1989 (65,44 %) à 1994 (107,33 %) puis diminue jusqu'en 1997. Plus de la moitié des entreprises ont des taux d'autofinancement supérieurs à la moyenne et ceux-ci sont particulièrement importants durant 1993 et 1994 alors même que l'investissement s'accélère sensiblement seulement après 1994.

En contrepartie, la part financée à l'extérieur de l'entreprise fluctue aussi. La part de l'investissement financée par les apporteurs de capitaux externes est plus importante en 1997 (24,08 %) qu'en 1987 (20,52 %). Cette tendance est contraire à celle identifiée par rapport à la valeur de marché du capital des sociétés (6,22 % en 1987 et 2,54 % en 1997). Qui plus est, deux périodes marquent les choix de financement. De 1987 à 1992, les entreprises ont recours au financement externe ; de 1993 à 1996 ce dernier s'est ralenti de telle manière que les firmes versent plus de flux à l'extérieur qu'elles n'en collectent. Les tests de régression linéaire générale à effet fixe permettent de décomposer selon les deux sources de financement externe, afin d'identifier les années significativement des autres.

Les flux de fonds collectés par émissions d'actions nets de rachats d'actions, qu'ils soient mesurés comparativement à la valeur de marché, à la valeur comptable des titres des entreprises ou à leurs investissements, semblent indépendants de l'année d'observation. En outre, les fonds collectés auprès des actionnaires sont vraisemblablement le fruit de procédures des sociétés de taille importante car la médiane est nettement plus faible que la moyenne.

Le financement par emprunts de l'investissement augmente entre 1987 et 1997 de 1 % des investissements à 6 %, mais il apparaît cependant des fluctuations

importantes durant cette période. Les flux nets de financement en provenance des créanciers sont significativement inférieurs en 1993 et 1994 comparativement au reste de l'échantillon[263]. Entre 1992 et 1996, plus de 50 % des entreprises de l'échantillon ont versé plus de flux à leurs créanciers qu'elles n'en ont obtenus par exemple ; les remboursements sont supérieurs aux émissions de dettes. La comparaison avec la médiane conduit à la même conclusion que pour les financements rapportés à la valeur de marché : plus de 50 % des entreprises ont remboursé leurs emprunts dès 1992 et jusqu'en 1996. En bref, selon cette mesure, l'endettement ne participe pas au financement de l'investissement (vraisemblablement des périodes de ralentissement économique).

En bref, le changement de la nature de financement externe identifié précédemment apparaît plus clairement ici, notamment à partir des médianes des séries. Au total, il semble que deux sous périodes sont identifiables : d'une part, de 1987 à 1990, le financement obtenu auprès des créanciers est similaire au financement par fonds propres, d'autre part, de 1993 à 1996, le financement par emprunt est plus faible et inférieur à celui par fonds propres (malgré une diminution des taux d'intérêts notamment à court terme dès 1993). Cependant, cette mesure n'est pas immédiatement cohérente avec l'approche théorique retenue, qui s'appuie sur la couverture financière de l'investissement du dirigeant. La mesure nette tend à masquer les choix des dirigeants en comptabilisant leurs contraintes de remboursement. Clairement, cette description suppose implicitement que l'autofinancement est disponible pour l'investissement. Les paragraphes suivants critiquent ce point sur le plan pratique et tentent de traiter ce problème.

[263] Selon l'étude d'Aglietta (1993) sur la récession en France des années 90, les entreprises françaises ont réduit leurs endettements jusqu'en 1987 grâce à l'amélioration des taux de marge d'exploitation et en raison d'une faible progression de l'investissement. Il note une augmentation de l'endettement des années 1988 à 1990, date du pic conjoncturel, « durant la phase terminale de la spéculation immobilière » (p. 26). Or d'après les statistiques présentées ici, l'augmentation de l'endettement n'est pas clairement identifiée : d'une part, les souscriptions d'emprunts sont significativement importantes durant cette période ; d'autre part, la part de financement de l'investissement (comptable donc immobilier) assurée par la dette n'est pas significativement différente de 1988 à 1990 avec les autres années.

2/ La couverture financière des investissements

Ce biais est induit par rapport à l'approche théorique retenue pour expliquer les choix de financement des dirigeants. En considérant que les flux de liquidités d'exploitation générés par les actifs en place sont censés contribuer aux rémunérations (au sens large) des apporteurs de capitaux qui ont financé les dépenses passées d'investissement, les flux de fonds nécessaires à ces rémunérations ne sont pas nécessairement disponible pour financer les dépenses futures d'investissement. Dès lors, la couverture des dépenses courantes d'investissement s'effectue à partir de trois sources :

- les souscriptions d'emprunts et des émissions obligataires à long terme ;
- les augmentations de capital en numéraire par émissions d'actions ;
- l'autofinancement disponible de la période courante.

Ce dernier est mesuré ici par : le flux d'exploitation moins les dividendes et les frais financiers sur la dette, puis moins les remboursements de dettes à long terme. Cette évaluation de l'autofinancement suppose donc que d'une part, les dividendes, d'autre part les frais financiers et les amortissements de la dette, contraignent les fonds à disposition du dirigeant. Le Tableau n° 30 résume les statistiques descriptives des trois séries précédentes, présentées visuellement dans le Graphique n° 22, et sur lesquelles sont estimés les tests du Tableau n° 22.

Sur la période de 1987 à 1997, l'endettement, à hauteur de 44 % de leurs dépenses d'investissement, est la principale source de financement utilisée par les entreprises devant l'autofinancement (39 %) et les fonds propres (16 %). Cependant, les médianes sont éloignées des moyennes. Pour la moitié des entreprises, seul un quart des dépenses d'investissement est assuré par l'endettement. La médiane de l'autofinancement est de 60 % de l'investissement, ce qui suggère que même après sorties des flux de fonds nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux, le financement de l'investissement est majoritairement assuré par fonds interne, pour la moitié des entreprises. De plus, le graphique des moyennes annuelles des sources de financement met en évidence une constance sur la période et en particulier à la fin, des structures de financement de l'investissement. Les tests d'égalité des moyennes

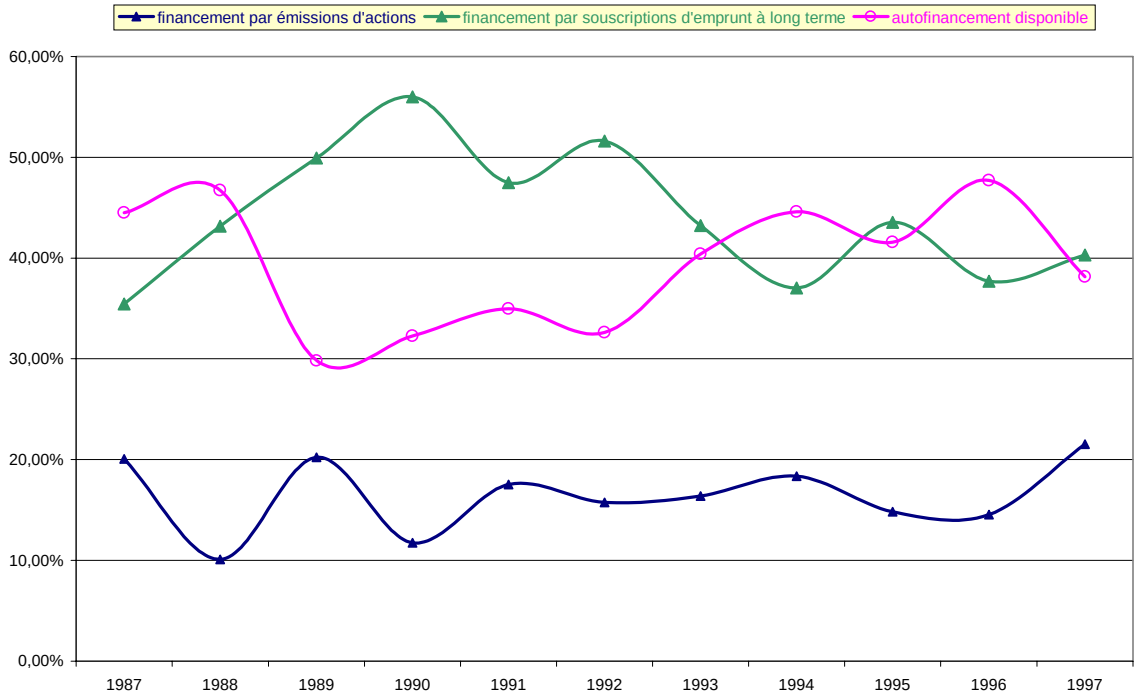
permettant d'identifier une tendance dans les séries, les années qui se différencient des autres, ne sont pas concluants.

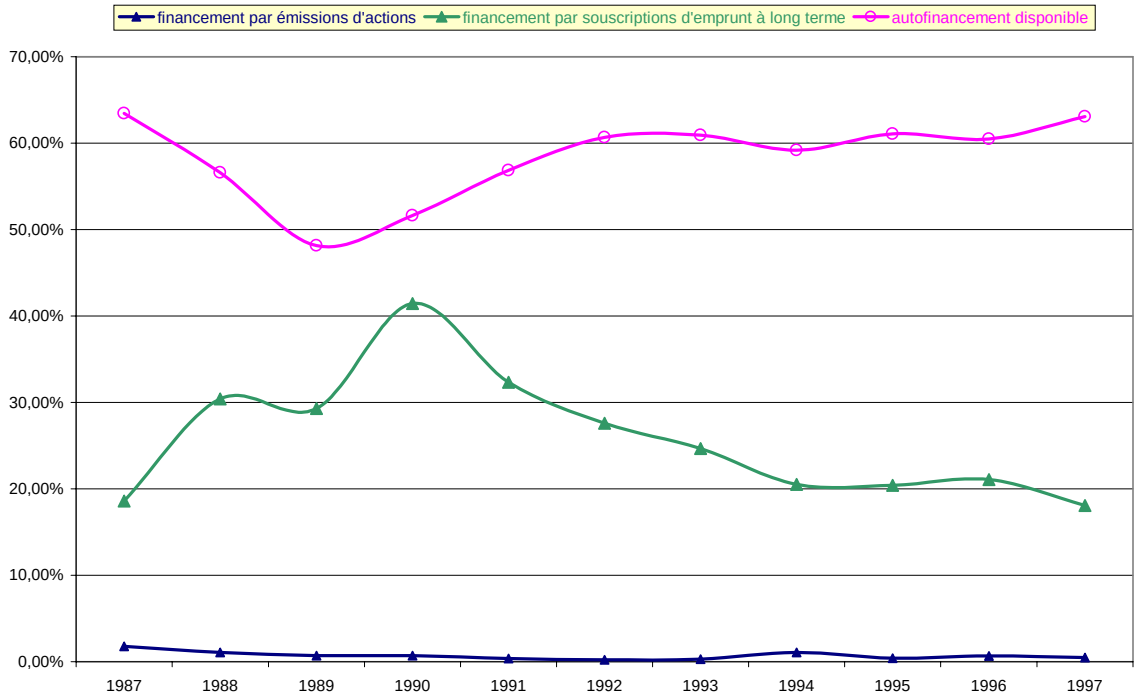
Tableau n° 30 : Les financements bruts de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 (par rapport à l'investissement de la période).

Année	Financement par fonds propres	Financement par emprunt	Autofinancement
N	*1421*	*1421*	*1421*
1987 à 1997	16,39 % (0,56 %)	44,19 % (26,32 %)	39,42 % (58,57 %)
1987	20,05 % (1,77 %)	35,45 % (18,61 %)	44,50 % (63,43 %)
1988	10,10 % (1,09 %)	43,17 % (30,41 %)	46,73 % (56,61 %)
1989	20,21 % (0,70 %)	49,93 % (29,31 %)	29,85 % (48,16 %)
1990	11,74 % (0,69 %)	55,99 % (41,43 %)	32,28 % (51,62 %)
1991	17,53 % (0,37 %)	47,50 % (32,33 %)	34,97 % (56,87 %)
1992	15,76 % (0,21 %)	51,62 % (27,60 %)	32,62 % (60,65 %)
1993	16,37 % (0,28 %)	43,23 % (24,66 %)	40,40 % (60,92 %)
1994	18,36 % (1,09 %)	37,05 % (20,52 %)	44,59 % (59,19 %)
1995	14,84 % (0,39 %)	43,56 % (20,42 %)	41,60 % (61,09 %)
1996	14,55 % (0,68 %)	37,72 % (21,08 %)	47,73 % (60,47 %)
1997	21,52 % (0,48 %)	40,31 % (18,06 %)	38,17 % (63,08 %)

Légende : L'échantillon est constitué de 1421 observations concernant 189 sociétés cotées à Paris dans l'indice SBF250. Les données correspondent à la moyenne des observations (la médiane est indiquée en parenthèse). L'autofinancement disponible est calculé en retranchant des flux d'exploitation, les éléments exceptionnels, le service de la dette (amortissements et frais financiers) et les dividendes.

Graphique n° 22 : Les sources de financement brut de l'investissement de 1987 à 1997.





Légende : Les moyennes des sources de financement brut de l'investissement de 1987 à 1997 sont indiquées dans la partie supérieure et les médianes, dans la partie inférieure.

Tableau n° 31 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de la répartition annuelle du financement brut de l'investissement.

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes $F_{(10,1420)}$ Signification
flux de financement brut par fonds propres	1,70	0,68
flux de financement brut auprès des créanciers	2,03 **	0,70
autofinancement disponible	2,42 ***	0,51

Légende : L'autofinancement disponible est calculé en retranchant des flux d'exploitation, les éléments exceptionnels, le service de la dette (amortissements et frais financiers) y compris les dividendes. L'hypothèse d'homogénéité des variances annuelles des observations est rejetée au seuil de 5 % pour la part de l'investissement financée par fonds empruntés et de 1 % pour l'autofinancement disponible. Cette hypothèse est acceptée pour la part de l'investissement financée par augmentations de capital. L'hypothèse nulle selon laquelle la répartition du financement brut de l'investissement est la même chaque année est acceptée au seuil habituel pour les trois sources[264]. Une probabilité inférieure à 1 % (5) % de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

Au total, les statistiques établies ici reflètent une certaine constance des ratios de financement, c'est-à-dire, ne mettent pas en évidence de changement profond durant la période de 11 années étudiées des choix de financement des dirigeants comme les autres mesures le laissent conclure.

Cette sous-section a permis de mettre en perspective deux mesures différentes du comportement de financement de l'investissement des entreprises françaises du SBF 250 sur la période de 1987 à 1997. D'une part, l'investissement est principalement financé par l'excédent de trésorerie d'exploitation et la dette financière à long terme est finalement marginale selon l'optique traditionnelle. Selon la mesure brute, l'investissement est financé à peu près dans les mêmes proportions par l'autofinancement et par les émissions de dettes financières à long terme. Le financement par fonds propres externe est moindre sans être marginal. Néanmoins, le

[264] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher. Aucunes des moyennes pour chacune des trois séries testées n'est différentes des autres au seuil habituel.

financement externe de l'investissement est plus important en fin de période qu'au début.

D'autre part, il existe un réel intérêt à différencier les mesures des sources de financement, notamment pour les tests d'hypothèses, car les conclusions divergent selon l'optique empirique retenue. La tendance globale au désendettement des entreprises qui transparaît des mesures nettes de financement n'est pas confirmée dans les statistiques des séries brutes. La conclusion est donc qu'aucun changement dans les modalités de financement par les dirigeants n'est susceptible d'expliquer le désendettement. Ce dernier est lié à une demande de fonds empruntés plus faible en fin de période qu'au début, en raison semble-t-il de dépenses d'investissement plus faibles conduisant à des remboursements de dettes supérieurs aux émissions nécessaires à l'investissement.

* * *

* *

*

Dans cette section, la description empirique de 1987 à 1997 des structures financières et de financement des entreprises composant l'indice boursier SBF 250 a été de traduire le comportement des dirigeants en matière financière, tout en s'interrogeant sur la pertinence des estimateurs. Trois estimateurs sont retenus après avoir arbitré leurs intérêts et leurs limites. Premièrement, l'étude des structures financières, appréhendées en rapportant les stocks de ressources financières à la valeur de marché (comptable) des titres des sociétés, conclut à un taux d'endettement moyen d'environ 20 % (28 %) en baisse depuis 1992. Cependant, l'évolution du taux d'endettement est probablement mieux appréciée à partir des mouvements de flux de liquidités qui découlent des décisions périodiques des dirigeants. Le taux de rentabilité d'exploitation est supérieur à 20 % de la valeur de marché du capital économique des entreprises du SBF 250, observées entre 1987 et 1997. En moyenne, ces entreprises renouvellent tous les 5 ans leurs actifs comptables. Mais en considérant les rémunérations des apporteurs de capitaux externes, il semble que sur la période, les flux obtenus de l'exploitation des entreprises sont inférieurs à ceux nécessaires à leurs investissements. De plus, l'investissement et la rentabilité des entreprises ralentissent de 1987 à 1994. Le financement périodique, lorsqu'il est apprécié par rapport à la valeur de l'entreprise, est

faible (moins de 3 % de la valeur de marché en moyenne) et semble se réduire durant la période étudiée (divisé par trois). Néanmoins, il a paru cohérent d'étudier la nature du financement, non seulement par rapport à la valeur de marché, mais encore par rapport à l'investissement des entreprises.

Deuxièmement, l'étude de la nature du financement externe, établie en retirant des flux nets d'endettement les flux nets d'émissions d'actions, est censée apprécier globalement et périodiquement l'ensemble des choix de financement des dirigeants. Au demeurant, la majorité des investissements réalisés par les entreprises non financières du SBF 250 de 1987 à 1997 est financée par fonds propres internes. Le solde se caractérise avant 1990, par l'importance des financements obtenus auprès des créanciers sous formes de dettes financières à long terme et, dès 1991, par celle des financements collectés auprès des actionnaires (à dépenses d'investissement constantes, la part des fonds propres est plus importante que celle de la dette). La limite de ce deuxième estimateur est probablement son incapacité à traduire dans le détail les modalités de financement des dirigeants en fonction de leur besoin.

Troisièmement, la couverture financière brute de l'investissement permet d'apprécier plus finement les comportements de financement des dirigeants selon leurs dépenses. Les dépenses d'investissement sont couvertes, soit par l'émission de titres financiers, soit par l'autofinancement disponible après rémunération des apports antérieurs de fonds. Sur toute la période observée, les dirigeants privilégient les fonds empruntés par rapport à ceux en provenance des actionnaires, car les ressources collectées auprès des créanciers sont supérieures à celles obtenues auprès des actionnaires (que ce soit par rapport à la valeur de marché des titres ou par rapport à l'investissement). Qui plus est, leur préférence envers les fonds empruntés est constante de 1987 à 1997[265].

Cette différence d'interprétation selon la mesure utilisée peut cependant s'expliquer en considérant un contexte où l'investissement se réduit. Il est probablement plus pertinent de réfléchir à dépenses d'investissement constantes. De ce point de vue,

[265] Que ce soit par la proportion de dettes dans le financement externe ou l'évolution de la dette dans le financement de l'investissement.

l'investissement est financé à peu près dans les mêmes proportions par autofinancement et par émissions de dettes financières à long terme. Le financement par fonds propres externe est moindre sans être marginal. Le changement dans la nature du financement pourrait être lié au ralentissement de la souscription de nouveaux emprunts dès 1991, corrélativement à l'investissement, et au maintien des remboursements des emprunts antérieurs (ou de la volonté des dirigeants). L'analyse proposée, essentiellement descriptive, ouvre la voie à une approche visant à éprouver empiriquement les hypothèses financières.

Section 2 : Spécifications économétriques des tests d'hypothèses portant sur la structure de financement

L'objectif de cette section est de formuler les hypothèses, présentées sous la forme d'énoncés, en termes économétriques, afin de les tester. Ces dernières décrivent les spécifications des modèles liant les estimateurs empiriques proposés dans la section précédente. Globalement, la technique consiste à établir une hypothèse nulle que l'on considère comme vraie jusqu'au point où l'on est prêt (5 %) à croire le contraire. Les hypothèses nulles sont donc exprimées de manière à ce que les raisons pour lesquelles les entreprises sont supposées adapter leur politique de financement sont valides et que, ni les premières ni les secondes ne dépendent de l'environnement économique (les coefficients de régression de l'endettement ou de ses déterminants sur l'économie sont nuls). L'effet direct de l'économie sur l'endettement est une chose, mais il peut aussi apparaître des effets indirects. Il s'agit d'introduire une variable de contrôle représentant le contexte économique dans les régressions financières si une relation est supposée entre celui-ci et la variable indépendante faisant l'objet du test (Interaction entre les deux variables explicatives). Une hypothèse nulle sera rejetée au profit de l'hypothèse alternative qui sera vraie si le coefficient de régression est différent de zéro.

Cette section est organisée afin de tester, d'une part l'hypothèse 5, selon laquelle la politique de financement résulte d'un arbitrage entre les partenaires financiers (§A), d'autre part les hypothèses 6 et 7, selon lesquelles celle-ci résulte des stratégies autonomes des dirigeants (§B). Le test de l'hypothèse 4, d'un effet de sélection adverse au niveau local (par opposition au niveau macro – H1), est réalisé grâce à chacun des estimateurs du financement nécessaires aux hypothèses précédentes ; donc dans les deux sous-sections suivantes.

A) Les conflits entre actionnaires et créanciers déterminent-ils les choix de financement des entreprises selon le cycle économique français de 1987 à 1997 (H5)?

Cette sous-section vise à répliquer, en utilisant de nouvelles variables empiriques, les tests des hypothèses obtenues à partir du modèle de Krainer (1992) sur un échantillon français d'observations des comportements de financement sur la période 1987 à 1997. Selon l'auteur (1999, p. 17), l'endettement est contracyclique, il diminue durant les périodes d'expansion économique afin de protéger les créanciers lorsque les entreprises mettent en œuvre des stratégies spéculatives d'exploitation et d'investissement, puis augmente durant les récessions lorsque les firmes mettent en œuvre des stratégies conservatrices. La théorie de Krainer est composée de plusieurs hypothèses testables, qui s'appuient cependant sur des conditions empiriques qu'il convient de discuter en premier (§1), avant de présenter les résultats des tests de l'hypothèse 5 à partir des observations de structures financières et de financement (élargissement des indicateurs financiers sur données françaises, §2). Enfin, il s'agit d'appréhender dans quelle mesure les décisions financières réagissent aux risques censés générés des conflits entre actionnaires et créanciers selon les différents contextes économiques. Cette sous-section vise aussi à identifier quels aspects du cycle économique sont particulièrement importants dans les choix de financement (§3).

1/ Discussion méthodologique sur les tests de Krainer et leurs résultats

La réflexion porte maintenant les conséquences du décalage entre le cadre conceptuel de la théorie originale de Krainer et celui retenu ici sur la cohérence des mesures empiriques. La théorie suppose que l'investissement des entreprises entraîne des variations de risque d'exploitation censées précéder les décisions de financement. Certaines précisions doivent être apportées sur les estimations statistiques de ces deux facteurs explicatifs afin d'éviter toutes confusions à propos des liens testés. L'articulation retenue consiste à présenter les choix de Krainer, à exposer leurs limites (notamment les conséquences des mesures en valeur de marché et la cohérence entre les

estimateurs empiriques et la théorie à tester) et à avancer des mesures, semble-t-il, cohérentes avec le cadre théorique des choix de financement par les dirigeants.

a) L'investissement des entreprises durant les cycles économiques et leur politique de financement

Selon les théories économiques, l'investissement des entreprises est fortement corrélé à la croissance économique. Avec pragmatisme, Krainer appréhende l'investissement à partir des stocks des entreprises (rapportés au total de l'actif) en précisant qu'il s'agit d'un ratio fortement corrélé aux autres formes d'investissement. Les enquêtes de conjoncture de l'Insee, qui confirment que les stocks constituent la composante la plus volatile du PIB pour les pays du G7, retiennent le niveau des stocks comme un des principaux permettant d'anticiper le climat économique.

Cependant, les niveaux des stocks sont probablement proportionnels au niveau d'activité et vraisemblablement peu sous le contrôle des dirigeants à court et moyen termes. De plus, les fonds de liquidités immobilisés dans les stocks le sont, le plus souvent, sans risque. *A contrario*, les flux de liquidités consacrés aux dépenses d'investissement, en supposant qu'ils sont sous la responsabilité des dirigeants, semblent être une mesure plus appropriée. De surcroît, leur valeur sont vraisemblablement plus sensibles aux risques. La variable mesurant l'investissement à partir des tableaux de financement des entreprises françaises entre 1987 et 1997, décrite précédemment, est significativement liée à la conjoncture économique.

En considérant l'hypothèse de réduction des coûts d'agence, les taux d'endettement et leurs variations annuelles, ainsi que la nature du financement externe net devraient être négativement associés à l'investissement. En effet, l'investissement est supposé être la source du risque considéré par les agents dans le modèle de Krainer.

b) Le risque des entreprises durant les cycles économiques et leur politique de financement

Selon l'auteur, les conflits d'intérêts entre les agents financiers découlent des risques liés à la mise en œuvre des politiques d'investissement et de désinvestissement des entreprises. Aucune mesure du risque n'est proposée, mais il semble que la notion de risque est plutôt de nature macro-économique. Elle est fondée sur les hypothèses économiques classiques et notamment celle de rendements décroissants[266]. La notion financière la plus proche est le risque systématique. Sous cette condition, l'expansion est une période où l'activité des entreprises devrait être risquée car les investissements sont importants. La traduction la plus rapprochée de l'hypothèse de Krainer dans le cadre financier est que les entreprises utilisent les fonds propres (réduisent leur endettement) lorsque le risque systématique augmente, dans l'objectif de réduire les coûts d'agence entre ses actionnaires et ses créanciers (H5).

Dereeper (1999) étudie l'évolution du risque systématique lors des augmentations de capital en France et ne parvient pas à identifier de différences significatives. L'auteur constate une croissance des cours avant la réalisation d'une opération d'augmentation de capital sur le marché et s'interroge sur le lien entre celle-ci et le risque de l'entreprise émettrice sur le marché financier. Il semble que le risque systématique mesuré par les *bêtas* de Dimson augmente le trimestre précédent la date du conseil d'administration décidant de l'émission d'actions. Toutefois, cette tendance dépend de la méthodologie retenue pour estimer le risque systématique ; le résultat n'est donc pas robuste. Seule la variance résiduelle des taux de rentabilité du dernier trimestre (estimée selon la méthodologie proposée par Dierkens, 1991) est inférieure à celle calculée sur l'année précédant la date du conseil d'administration. Cette étude tend à infirmer la traduction financière de l'hypothèse de Krainer, selon laquelle les entreprises émettent des fonds propres lorsque le risque systématique est important.

En s'interrogeant sur les positions risquées et en identifiant le niveau d'analyse, il est envisagé d'introduire une estimation du risque pour chaque partenaire financier à

[266] Chaque unité monétaire marginalement investie accroît le rendement total dans une mesure moindre que la précédente.

propos de son investissement. Le risque pour l'actionnaire est probablement lié à la variance du marché ou du cours de son titre. Le créancier supporte un risque qui est appréhendé, soit par le risque de signature soit, par le ratio de couverture des charges financières. L'équipe dirigeante est probablement sensible à la nature des risques précédents. L'hypothèse est que plus la situation est risquée, plus les conflits d'intérêts à propos de l'investissement sont importants, plus le financement devrait être assuré par fonds propres. Cette hypothèse peut être éprouvée empiriquement en recourant à différents estimateurs.

Afin d'apprécier l'intérêt d'un renouvellement des tests et d'un élargissement des dimensions financières et économiques, les résultats obtenus par Krainer sur les données françaises dans un article de 1999 sont reproduits dans le Tableau n° 32. Sa méthodologie statistique s'appuie sur les différences de contextes économiques et sur la régression de différents estimateurs. Chaque année entre 1971 et 1994 est classée dans trois catégories : récession, expansion et neutre, en fonction des taux de croissance de la production industrielle. Le taux de croissance du PIB est calculé chaque année et la variance de ces taux est estimée pour la période. Une récession (expansion) est définie comme une période durant laquelle le taux de croissance économique observé trimestriellement est inférieur (supérieur) au taux de croissance moyen moins (plus) 1,5 fois l'écart type. Le tableau suivant reporte les résultats obtenus sur l'échantillon français, dans le but de les comparer avec ceux de la présente recherche.

Tableau n° 32 : Résultats de H5 sur l'échantillon français de Krainer (1999)

Variables en %	**Expansions** 1971 à 73, 1976, 1988 à 89 et 1994	**Récessions** 1975, 1981 à 82 et 1991 à 93	**Total**
IP ***	5,56	-2,08	1,88
Δ (Inv/TA)	-0,48	-0,98	-0,45
Δ $(SP)_{t-1}$	-0,41	-12,95	2,25
Δ (LT Liab/TA) **	-1,12	3,54	0,21
Δ (ST Liab/TA) **	0,37	-2,57	-0,37

Légende : Les données sont extraites des bases de l'OCDE sur la période 1971 à 1994. IP mesure le taux de croissance trimestriel de la production industrielle. Δ $(SP)_{t-1}$ mesure la croissance annuelle de l'indice boursier décalée d'une année. Δ (Inv/TA) mesure la variation de la part des stocks du total actif. Δ (LT liab/TA) et Δ (ST liab/TA) mesurent respectivement la variation de l'endettement à long terme et à court terme.

Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejet à tort de la présence d'une différence entre les contextes (expansions et récessions) est signalée par *** (**).

L'endettement à long terme est significativement inférieur durant les périodes d'expansion. Cependant, ni l'investissement, ni la croissance passée des cours ne présentent des différences selon les contextes économiques considérés. Des régressions sont effectuées afin d'éprouver les associations entre les conflits d'intérêts et les politiques financières des entreprises durant le cycle d'affaires. Il s'agit d'expliquer les variations de taux d'endettement à partir de la variation de l'investissement en contrôlant par la variation du cours de la société (en t-1) et le taux de variation de la production industrielle. L'hypothèse 5 se traduit par un coefficient de régression négatif pour ces deux dernières variables. Les estimations obtenues présentent le signe prédit par la théorie, mais la plupart ne sont pas significatives en France.

2/ Les différences d'endettement selon le contexte économique

L'approche théorique privilégiée dans cette thèse suggère d'étudier les politiques financière et de financement des entreprises durant le cycle économique. Il s'agit maintenant de procéder à l'analyse des comportements financiers en reproduisant les estimateurs empiriques (financier et économique) de Krainer (1999) et en actualisant la période étudiée. L'objet de cette recherche est aussi d'élargir le choix des indicateurs de financement. La phase de collecte des données permet de recenser 1713 observations de structures financières (ratios d'endettement établis à partir du bilan) et 1343 de structures de financement (ratio établis à partir des flux de liquidités) compte tenu de la nature des informations comptables. Cependant, la disponibilité des données sur le marché financier contraint à réduire la taille de l'échantillon utilisé à 1568 et 1243 respectivement. Au détriment de l'unicité de l'échantillon, l'optimisation de la taille de l'échantillon pour chaque test à été privilégiée afin de réduire les biais liés à la nature statistique des données[267]. Les phases du cycle économique sont identifiées selon la méthode retenue par Krainer (voir annexe n° 2). Le problème est traité en deux temps

[267] Les résultats sont similaires quelle que soit la taille de l'échantillon retenu. Cependant, les tests réalisés sur les plus petits ont tendance à rejeter plus fréquemment l'hypothèse nulle.

selon les estimateurs du financement des entreprises dans les paragraphes suivants : les entreprises présentent-elles des structures financières différentes selon la phase du cycle considérée ? Les entreprises utilisent-elles des moyens de financement différents selon la phase du cycle considérée ?

a) Structures financières selon le cycle économique de Krainer (1999)

L'hypothèse 5 déduite de la théorie de Krainer suppose que le taux d'endettement est plus important durant les périodes de récession comparativement aux périodes d'expansion. Le taux d'endettement est défini par le ratio des dettes financières à long terme sur la valeur du capital économique des entreprises. Cette hypothèse peut être formulée en suggérant que la variation annuelle du taux d'endettement est négative durant les périodes de croissance économique et positive durant les périodes de récession. Un moyen simple de tester ces spécifications est de comparer les moyennes des observations selon la phase du cycle économique. Les tableaux suivants reportent successivement les moyennes des variables observées durant les épisodes économiques, les tests paramétriques d'égalité des moyennes entre les contextes économiques et, s'ils sont concluants, les tests de Duncan permettant d'identifier les sous-ensembles homogènes[268]. Les données sont exprimées, soit en valeur de marché, soit en en valeur comptable, afin de limiter les déformations liées aux mesures même si les premières sont préférables selon la théorie à tester.

[268] Malgré le rejet fréquent de l'hypothèse de normalité des données, les tests paramétriques et non paramétriques sont présentés car ces derniers ne permettent pas d'identifier les sous-ensembles homogènes. Cependant, même si une signification plus importante doit être accordée aux seconds, il apparaît souvent des conclusions similaires entre les méthodes de tests. L'identification de sous-ensembles homogènes parmi les groupes différents identifiés par l'analyse de la variance est réalisée à partir du test de Duncan. Pour chaque variable considérée, le test de Duncan permet d'identifier les sous-ensembles homogènes au seuil de 5 % et le niveau de signification d'une différence entre les groupes à l'intérieur d'un sous-ensemble.

Tableau n° 33 : Structures financières selon le contexte économique, entre 1988 et 1997.

Années =	**récession** 1991-93	**contexte neutre** 1990 1995-97	**expansion** 1988-89 1994	**total**
valeur de marché de capital (N =195)	*467*	*695*	*406*	*1568*
ratio d'endettement à long terme	22,43 %	18,93 %	19,43 %	20,11 %
variation du ratio d'endettement	- 1,34 %	0,62 %	- 2,27 %	- 0,71 %
valeur comptable du capital (N = 211)	*523*	*750*	*440*	*1713*
ratio d'endettement à long terme	28,62 %	25,46 %	28,33 %	27,16 %
variation du ratio d'endettement	- 0,96 %	- 0,67 %	- 2,11 %	- 1,14 %

Légende : Les moyennes des taux d'endettement et de leurs variations annuelles, exprimées par rapport soit à la valeur de marché, soit à la valeur comptable, sont données pour chaque contexte économique identifié selon la méthode retenue par Krainer (1999). N est le nombre d'entreprises et total indique le nombre d'observations.

Tableau n° 34 : Tests d'égalité des variances et des moyennes entre les contextes économiques identifiés selon Krainer (1999).

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes
valeur de marché du capital économique		$F_{(3\ ;\ 1567)}$ Sign.
ratio d'endettement à long terme	5,66 ***	6,84 ***
variation du ratio d'endettement	1,93	14,30 ***
valeur comptable du capital économique		$F_{(3\ ;\ 1712)}$ Sign.
ratio d'endettement à long terme	0,35	5,44 ***
variation du ratio d'endettement	1,73	2,40

Légende : L'hypothèse d'homogénéité des variances pour chaque groupe est acceptée pour toutes les variables, à l'exception de la part des dettes financières par rapport à la valeur de marché du capital économique. L'hypothèse nulle selon laquelle la valeur moyenne des variations annuelles du taux d'endettement comptable est identique entre les contextes économiques est acceptée. Pour toutes les autres variables, l'hypothèse alternative, selon laquelle au moins une des moyennes contextuelles est différente des autres, est acceptée au seuil de 1 % (***).

Selon les statistiques des Tableaux n° 33 et 34, les taux d'endettement des entreprises du SBF 250 observées entre 1987 et 1997 sont significativement différents selon le contexte économique, dans le sens prédit par la théorie. Concernant les variations de taux d'endettement, la théorie est infirmée car les entreprises réduisent

leur endettement à la fois durant les expansions et les récessions. Qui plus est, la variation par rapport à l'année précédente de l'endettement ne présente une différence significative que si elle est appréhendée comparativement à la valeur de marché. Or une augmentation des cours durant la phase de croissance économique tend à réduire les taux d'endettement des entreprises sans que les dirigeants n'ajustent leurs décisions de financement. La seconde formulation de l'hypothèse 5 est partiellement rejetée. Les résultats obtenus par Krainer (1999) sur la période de 1971 à 1994 ne sont pas confirmés sur la période de 1988 à 1997 dans la mesure où l'auteur privilégie cette mesure. Cependant, deux remarques s'imposent. En premier lieu, les hypothèses sur lesquelles repose la technique statistique utilisée pourraient ne pas être vérifiées sur l'échantillon en raison de la nature des observations[269]. En second lieu, après avoir éprouvé la signification de la différence de structures financières des entreprises entre les contextes économiques, l'hypothèse 5 sera acceptée si les périodes d'expansion et de récession appartiennent à des sous-ensembles différents. Le test de Duncan permet de confronter l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes – dans ce cas, les catégories de la variable ordinale explicative constituent un seul ensemble homogène. Alternativement, le test identifie au seuil de 5 % les sous-ensembles homogènes mais différents. Les tests permettent de savoir si la diminution de l'endettement des entreprises est plus prononcée durant l'expansion. Le Tableau n° 35 présente les résultats sur l'échantillon sélectionné et selon la technologie des cycles retenue par Krainer (1999).

[269] Les tests non paramétriques confirment les résultats des tests paramétriques selon lesquels les comportements financiers des entreprises sont différents selon le contexte économique considéré. Au-delà des similitudes, la variation du taux d'endettement en valeur comptable apparaît significative (2,50 %) à partir du test non paramétrique ; confirmant l'hypothèse 5 d'une diminution de l'endettement plus importante durant les contextes favorables, mais infirmant la formulation initiale de la théorie. Toutefois, ce test ne permet pas plus que le précédent de préciser la nature de la différence.

Tableau n° 35 : Tests paramétriques de Duncan des structures financières et de leurs variations, catégorisées selon la codification du contexte économique par Krainer (1999).

	Sous-ensembles homogènes au seuil de 5 %	
	1	2
valeur de marché du capital économique		
• dettes financières à LT		
- récession		22,43 %
- neutre	18,93 %	
- expansion	19,43 %	
(signification)	(0,632)	
• variation du taux d'endettement		
- récession	- 1,34 %	
- neutre		0,62 %
- expansion	- 2,27 %	
(signification)	(0,112)	
valeur comptable du capital économique		
• dettes financières à LT		
- récession		28,33 %
- neutre	25,46 %	
- expansion		28,62 %
(signification)		(0,796)
• variation du taux d'endettement		
- récession	- 0,96 %	- 0,96 %
- neutre		- 0,67 %
- expansion	- 2,11 %	
(signification)	(0,089)	(0,666)

Légende : Le test de Duncan permet d'identifier des sous-ensembles, établis à partir des modalités d'une variable qualitative, qui sont à la fois homogènes et différents les uns des autres. Le niveau de signification donné pour chaque variable est la probabilité de rejeter à tort une égalité de moyenne à l'intérieur d'un sous-ensemble homogène.

Au total, même si les comportements financiers observés des entreprises sont différents entre les contextes économiques. La différence entre expansion et récession est probablement liée aux mesures de marché de l'endettement. Néanmoins, la seconde formulation de l'hypothèse 5 est rejetée à partir de l'observation des variations annuelles de l'endettement. Les tests ne permettent pas d'accepter que les variations du taux d'endettement durant les périodes de récession sont différentes de celles observées durant les phases d'expansion. En conclusion, les tests réalisés ne permettent pas de rejeter, au sens de H5, l'absence d'association entre le contexte économique et la structure financière ou sa variation annuelle. Seuls les tests réalisés à partir des valeurs

de marché tendent à confirmer des différences de comportements financiers différents dans le sens prédit par l'hypothèse 5. Les structures financières des entreprises incorporent une proportion plus élevée de fonds propres externes par rapport à la valeur de marché des titres durant les phases de croissance rapide de la production industrielle comparativement aux périodes de récession économique. L'influence du contexte boursier pourrait être importante sur les résultats des tests ; suggérant qu'ils ne sont pas exclusivement attribuable aux arbitrages des dirigeants dans les choix de financement à moyen et long termes (susceptibles d'apparaître dans la structure financière de leur entreprise). En effet, la croissance des cours boursiers durant l'expansion pourrait expliquer que la part des fonds propres dans la valeur de marché du capital est plus importante à ce moment si la dette augmente moins que les cours. Le dépassement de cette limite peut être réalisé en diversifiant les estimateurs empiriques.

Qui plus est, l'hypothèse 5 suppose que la divergence de comportements est liée à l'objectif de compenser l'exposition des créanciers au risque économique des investissements réalisés durant les expansions, sources de conflits entre eux et les actionnaires. Toutefois, avant de procéder aux tests directs de cette hypothèse, il faut s'assurer que l'estimateur financier retenu rend compte des comportements de financement des entreprises. Cette recherche propose d'appréhender ces derniers à partir de la nature du financement externe, supposée mieux traduire les choix financiers des dirigeants que la variation du taux d'endettement.

b) Structures de financement selon le cycle économique de Krainer (1999)

La même méthodologie statistique est utilisée pour éprouver l'hypothèse selon laquelle les choix de financement sont différents, annuellement, en fonction du contexte économique. Les choix de financement peuvent être observés directement à partir des flux de liquidités en provenance des apporteurs de capitaux. Les entreprises sont censées favoriser le financement externe auprès des actionnaires durant les périodes d'expansion comparativement aux périodes de récession (en raison des économies de coûts d'agence qui résultent de cette adaptation). Le financement par fonds propres externes devrait être plus important durant les périodes d'expansion. Cependant, il peut être plus intéressant d'étudier la nature du financement externe. Cette dernière peut être

appréhendée à partir de la différence entre les fonds externes collectés auprès des créanciers et des fonds externes collectés auprès des actionnaires, rapportée soit, à la valeur de marché, soit à la valeur comptable du capital de l'entreprise. Les dirigeants favorisent les fonds empruntés lorsque le ratio estimant la nature de financement est positif *i.e.* le taux d'endettement de la structure financière augmente[270]. À l'inverse, les dirigeants favorisent les fonds propres au détriment des dettes financières lorsque la nature du financement externe est négative.

Après avoir présenté les moyennes observées pour chaque variable, un test paramétrique et un test non paramétrique confrontent l'hypothèse nulle d'absence d'association. Les données exprimées par rapport à la valeur de marché des entreprises sont abordées avant les mesures comptables. Les variables concernent respectivement le montant de financement à la fois auprès des actionnaires et des créanciers et la nature du financement externe.

Tableau n° 36 : Structures de financement selon le contexte économique entre 1988 et 1997.

Flux nets	**Contexte**			
	récession	**neutre**	**expansion**	**total**
Années =	1991-93	1990 1995-97	1988-89 1994	
valeur de marché du capital (N = 173)	*375*	*563*	*305*	*1243*
collectés auprès des actionnaires	1,52 %	1,67 %	2,97 %	1,94 %
collectés auprès des créanciers	1,41 %	1,10 %	0,80 %	1,12 %
nature du financement externe net	- 0,13 %	- 0,55 %	- 2,17 %	- 0,82 %
valeur comptable du capital (N= 189)	*415*	*598*	*330*	*1343*
collectés auprès des actionnaires	2,47 %	3,58 %	5,03 %	3,60 %
collectés auprès des créanciers	1,94 %	3,35 %	1,02 %	2,34 %
nature du financement externe net	- 0,54 %	- 0,23 %	- 4,01 %	- 1,25 %

Légende : La nature du financement externe est appréhendée en retranchant des flux nets en provenance des créanciers de ceux collectées auprès des actionnaires. Les moyennes des structures de financement, rapportant les sources de financement externes soit à la valeur de marché soit à la valeur comptable des titres, sont données pour chaque contexte économique identifié selon la méthode retenue par Krainer (1999). N est le nombre d'entreprises et total indique le nombre d'observations.

[270] Garvey et Hanka (1999) présente les liens entre les deux mesures.

Tableau n° 37 : Tests[271] d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes entre les contextes économiques identifiés selon Krainer (1999).

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes
valeur de marché du capital économique		$F_{(10,1242)}$ Sign.
collectés auprès des actionnaires	9,61 ***	3,84 **
collectés auprès des créanciers	2,61	0,30
nature du financement externe net	0,22	2,80
valeur comptable du capital économique		$F_{(10,1342)}$
collectés auprès des actionnaires	7,40 ***	2,95
collectés auprès des créanciers	6,45 ***	2,12
nature du financement externe net	2,59	4,52 **

Légende : L'hypothèse d'homogénéité des variances pour chaque groupe est rejetée au seuil de 1 % pour toutes les variables, à l'exception du financement auprès des créanciers par rapport à la valeur de marché du capital et des variables mesurant la nature de financement. L'hypothèse alternative, selon laquelle au moins une des moyennes contextuelles est différente des autres, est rejetée au seuil de 5 % pour les flux de liquidités en provenance des actionnaires (mesurés en valeur de marché) et pour la mesure comptable de la nature du financement externe net. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Les observations présentant une dispersion importante, le test précédent est réalisé en utilisant une méthode non paramétrique des rangs. Le Tableau n° 38 présente des résultats conduisant à des conclusions partiellement différentes.

Tableau n° 38 : Tests non paramétriques de Kruskal-Wallis de l'hypothèse selon laquelle les rangs moyens sont identiques quel que soit le contexte considéré.

Séries	**contexte**			χ^2_2
	récession	**neutre**	**expansion**	
Années =	1991-93	1990 1995-97	1988-89 1994	
Flux nets (en valeur de marché) N = 173	*375*	*563*	*305*	*1243*
collectés auprès des actionnaires	612	610	656	3,90
collectés auprès des créanciers	616	620	631	0,32
nature du financement externe net	618	634	604	1,42
Flux nets (en valeur comptable) N = 189	*415*	*598*	*330*	*1343*
collectés auprès des actionnaires	647	667	711	5,22
collectés auprès des créanciers	662	676	675	0,37
nature du financement externe net	670	688	644	2,73

[271] Les analyses de la variance ont été réalisées à partir du modèle général linéaire en intégrant un effet individuel, supposé éliminer les biais potentiels liés à l'ordonnancement sous forme de panel de l'échantillon. Les effets individuels fixes sont significatifs pour chaque test.

Légende : La différence de choix de financement observés à partir des tableaux de financement selon les contextes économiques est testée à partir du calcul du rang moyen et de la statistique de Kruskal-Wallis (Pupion et Pupion, 1998). N est le nombre d'entreprises et total indique le nombre d'observations.

Selon les statistiques sur les observations des tableaux de financement des sociétés du SBF250 entre 1988 et 1997, les choix annuels de financement ne sont pas significativement associés au contexte économique ; quelle que soit la mesure. Seul l'appel aux actionnaires par rapport à la valeur de marché semble différent selon les phases du cycle économique, mais cette conclusion pourrait être liée à plusieurs opérations d'envergures en 1994 en particulier. En outre, l'appel aux créanciers ne dépend pas des fluctuations économiques appréhendées à partir de la codification retenue de l'environnement. Au total, l'hypothèse 5 formulée à partir des flux de liquidités nets est infirmée par les observations[272].

La formulation de l'hypothèse 5 à partir de la nature du financement est aussi infirmée pour deux raisons : d'une part, les firmes semblent réduire leur endettement à la fois durant les phases de récession et d'expansion, d'autre part, les tests non paramétriques ne sont pas significatifs. Seuls les tests paramétriques identifient que la nature du financement des entreprises sur la période observée (de 1988 à 1997) confirme un désendettement plus important durant les périodes d'expansion (les moyennes sont différentes en fonction du contexte et les tests post hoc opposent l'expansion et la récession dans des sous-ensembles différents – au seuil de 5 %).

Au total, les comportements de financement des entreprises chaque année ne sont pas différents selon le contexte économique considéré établi à partir de la technique de Krainer (1999) selon la statistique de Kruskal-Wallis. En conclusion, les tests réalisés ne permettent pas d'accepter l'hypothèse selon laquelle les entreprises favorisent les nouveaux fonds propres (en valeur de marché ou comptable) durant les périodes d'expansion. Il reste à tester si l'objectif supposé des partenaires financiers de compenser l'exposition des créanciers au risque économique des investissements réalisés, source de conflits entre eux et les actionnaires, apparaît dans les observations.

[272] La substitution à la mesure du cycle définie par Krainer de mesures proposées par Allard (1994) conduit aux mêmes conclusions.

3/ En contrôlant les coûts d'agence selon le contexte économique

Cette sous-section vise à éprouver empiriquement l'hypothèse 5, selon laquelle les politiques de financement des entreprises sont orientées vers les fonds propres durant les périodes d'expansion en raison des risques d'exploitation (et d'investissement) plus élevés durant celles-ci, ce qui contribuerait à exacerber les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers. Cela se traduit ici par une régression des variables dépendantes mesurant l'endettement sur les variables indépendantes mesurant d'une part, le risque susceptible de contribuer à augmenter les coûts d'agence entre les actionnaires et les créanciers, d'autre part les fluctuations économiques censées influencer le risque en question.

Les variables financières retenues visent à appréhender le comportement de financement des entreprises de l'échantillon de 1988 à 1997 à partir de la variation annuelle du taux d'endettement et de la nature du financement net externe. L'étude du taux d'endettement et de la répartition des flux de financement n'est pas présentée car premièrement, l'objet de recherche porte sur les arbitrages annuels entre les sources de financement et, secondement, il n'y a pas d'apports empiriques informatifs comparativement aux variables retenues (tests non reportés). L'analyse porte à la fois sur les données de marché et sur les données comptables. En effet, des corrélations mécaniques (ou leur absence) pourraient être liées à l'évolution des cours boursiers durant les phases du cycle économique

Le risque susceptible de conduire à des conflits d'agence entre actionnaires et créanciers est appréhendé à deux niveaux différents pour chacun de ces partenaires financiers[273]. Krainer (1992) suppose que le risque est lié à la forme de la fonction de production des entreprises, donc à leur dépenses d'investissement. Celles-ci sont mesurées à partir du tableau de financement des sociétés en rapportant les flux d'investissement à la valeur de marché ou comptable du capital de l'entreprise (plutôt que par la variation d'un poste de bilan). Le risque pour les actionnaires est mesuré à partir de la variance du taux de rentabilité de l'indice boursier durant l'année observée.

[273] Les dirigeants, dans une certaine mesure, peuvent être concernés, dans le sens où leur patrimoine est sensible aux deux risques identifiés.

Le risque pour les créanciers est mesuré au niveau de l'entreprise par le ratio de couverture des charges financières (rapport de l'excédent brut d'exploitation sur les frais financiers) et au niveau macro-économique par le risque de signature (écart entre le taux d'intérêt sur les emprunts à long terme des sociétés privées et celui du trésor public)[274]. Concernant les variables économiques, deux types de régression sont présentés. D'une part, il s'agit de considérer que les fluctuations économiques sont de nature qualitative appréhendées à partir de deux variables booléennes représentant l'expansion et la récession – définies selon Krainer (1999). L'expansion se différencie des deux autres états du cycle économique dans l'analyse précédente. D'autre part, il s'agit de considérer la nature quantitative des indicateurs économiques et d'appréhender les conditions macro-économiques à partir des indicateurs avancés de la production industrielle (structure à terme des taux d'intérêt, mesurée en moyenne durant l'année observée) et du taux de croissance en volume du PIB.

L'hypothèse 5 sera acceptée si l'hypothèse nulle d'absence d'association entre variables dépendantes et indépendantes (coefficients de régression nuls) est rejetée. Les signes des coefficients anticipés sont résumés dans le tableau suivant.

Tableau n° 39 : Prédictions des signes des variables indépendantes (H5).

	Variable mesurant l'endettement
Flux d'investissement	Négatif
Risque :	
- couverture des charges financières ;	Négatif
- risque de signature ;	Négatif
- risque de marché ;	Positif
Économie :	
- récession ;	Positif
- expansion ;	Négatif
- taux de croissance PIB en volume ;	Négatif
- Structure à terme des taux.	Négatif

[274] Cet écart (*default spread*) est mesuré, soit à la fin d'année en différenciant les taux fin décembre, soit en moyenne sur l'année. Cette dernière mesure est privilégiée car elle est censée représenter l'information tout au long de l'année considérée (les résultats sont similaires en considérant l'écart en fin d'année).

Le comportement de financement est étudié, dans un premier temps, à partir de la variation du taux d'endettement. Dans un second temps, les tests concernent la nature du financement.

a) Les dirigeants compensent-ils les risques des partenaires financiers en adaptant les structures financières durant le cycle économique ?

Les tests ont été réalisés sur un panel de 174 (187) entreprises représentant 1187 (1290) observations sur les données de marché (comptables). Ils sont réalisés en trois étapes : d'abord, en étudiant les relations entre l'évolution de la structure financière et les dépenses d'investissement ; ensuite en intégrant une mesure du risque pour les partenaires financiers ; et enfin en intégrant successivement une mesure qualitative et quantitative du contexte économique. En raison de l'association positive entre les risques pour les créanciers et pour les actionnaires, les estimations sont traitées successivement et séparément.

Tableau n° 40 : Régressions de l'évolution de la structure financière sur le risque pour les créanciers selon le contexte économique.

VARIATION DU TAUX D'ENDETTEMENT				
Valeur de marché				
Nombre d'observations	1187			
R-deux ajusté	0,004 ***	0,026 ***	0,040 ***	0,052 ***
Test de Durbin Watson[275]	2,089	2,136	2,127	2,143
Test Belsey Kuh Welsch [276]	6,101	6,255	6,985	8,226
Facteur individuel (F de Fisher)	0,499	0,875	0,725	0,901
Flux d'investissement (de marché)	0,031 **	0,033 ***	0,037 ***	0,038 ***
Couverture des charges financières		0,000	0,000	0,000
Risque de signature (moyenne annuelle)		- 2,386 ***	- 2,057 ***	- 3,106 ***
Récession			- 0,008	
Expansion			- 0,027 ***	
Croissance du PIB en volume				- 0,828 ***
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)				- 0,021 **
Valeur comptable				
Nombre d'observations	1290			
R-deux ajusté	0,027 ***	0,027 ***	0,039 ***	0,034 ***
Durbin Watson	2,089	2,055	2,166	2,172
Test Belsey Kuh Welsch		6,390	7,127	8,308
Facteur individuel	0,781	0,914	1,061	0,897
Flux d'investissement (comptable)	0,052 ***	0,052 ***	0,054 ***	0,054 ***
Couverture des charges financières		0,000	0,000	0,000
Risque de signature (moyenne annuelle)		- 0,662	- 0,457	- 1,009 **
Récession			- 0,005	
Expansion			- 0,020 ***	
Croissance du PIB en volume				- 0,557 ***
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)				- 0,005

Légende : L'échantillon est composé de l'observation du tableau de financement de 187 sociétés de 1988 à 1997. La variable dépendante mesure la variation annuelle de

[275] Compte tenu des caractéristiques de l'échantillon, le test de Durbin Watson permet de tester l'hypothèse nulle de non corrélation des résidus contre l'hypothèse de processus auto-régressif d'ordre 1 des résidus (ce qui signifie ici que le résidu d'une observation, une entreprise pour une année donnée, est corrélé au résidu de l'observation de l'année précédente pour cette même entreprise). L'hypothèse H_0 est acceptée lorsque la statistique DW est supérieure à 1,78 au seuil de 5 %. Un modèle linéaire général permettant de tenir compte d'un effet individuel a été appliqué sur les données. Le facteur fixe ou aléatoire n'est jamais significatif dans les spécifications proposées

[276] La condition du nombre (rapport entre la plus grande et la plus petite des valeurs propres de la matrice des variables) permet d'appréhender la présence de colinéarité entre les variables explicatives d'une régression. Une colinéarité est soupçonnée lorsque la condition du nombre est comprise entre 15 et 30 et la présence de colinéarité est supposée au-delà de 30.

la proportion de dettes financières à long terme dans la valeur de marché (ou comptable) des titres. Les variables indépendantes sont les dépenses annuelles d'investissement mesurées dans le tableau de financement, le risque pour les créanciers, appréhendé au niveau micro et macro économique, et les fluctuations économiques (qualitatives et quantitatives). Les régressions tiennent compte d'un effet individuel. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Tableau n° 41 : Régressions de l'évolution de la structure financière sur le risque pour les actionnaires selon le contexte économique.

VARIATION DU TAUX D'ENDETTEMENT			
Valeur de marché			
Nombre d'observations	947		
R-deux ajusté	0,060 ***	0,061 ***	0,059 ***
Durbin Watson	2,154	2,064	2,066
Test Belsey Kuh Welsch	6,195	7,182	9,204
Facteur individuel (F de Fisher)	0,725	0,830	0,823
Flux d'investissement (de marché)	0,127 ***	0,131 ***	0,127 ***
Risque de marché (variance annuelle)	1,868 **	1,880 **	1,425
Récession		-0,004	
Expansion		0,009	
Croissance du PIB en volume			0,283
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)			-0,011
Valeur comptable			
Nombre d'observations	1024		
R-deux ajusté	0,037 ***	0,043 ***	0,043 ***
Durbin Watson	2,184	2,048	2,054
Test Belsey Kuh Welsch	6,192	7,168	9,230
Facteur individuel	1,151	1,161	1,163
Flux d'investissement (comptable)	0,068 ***	0,066 ***	0,068 ***
Risque de marché (variance annuelle)	1,673	1,605	3,204 ***
Récession		0,002	
Expansion		-0,019 **	
Croissance du PIB en volume			-1,027 ***
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)			0,018

Légende : L'échantillon est composé de l'observation du tableau de financement de 187 sociétés de 1991 à 1997 compte tenu de la disponibilité des données sur l'indice boursier. La variable dépendante mesure la variation annuelle de la proportion de dettes financières à long terme dans la valeur de marché (ou comptable) des titres. Les variables indépendantes sont les dépenses annuelles d'investissement mesurées dans le tableau de financement, le risque de marché estimé au niveau macro à partir de la variance annuelle de la rentabilité quotidienne de l'indice SBF et les fluctuations économiques (qualitatives et quantitatives). Les régressions tiennent compte d'un effet individuel. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Les régressions sont globalement significatives même si les coefficients R^2 ajustés sont faibles. Les conditions nécessaires à la méthode des moindres carrés sont respectées. L'échantillon étant organisé sous forme de panel, la présence d'un effet individuel a été testée grâce à la statistique de Fisher, selon lequel une partie de la variabilité de la variation des taux d'endettement est attribuable à des considérations individuelles en dehors des facteurs explicatifs interrogés. Les différentes spécifications rejetant la présence d'un effet individuel fixe ou aléatoire sont estimées par les moindres carrés ordinaires.

Les variations de la structure financière sont systématiquement positivement corrélées aux dépenses d'investissement, ce qui infirme la théorie. Le risque de faillite pour chaque entreprise n'influence pas les variations du taux d'endettement *a contrario* du risque de signature (au moins à partir des données de marché). Plus le risque pour les créanciers est important, plus les taux d'endettement des entreprises diminuent. Sans être automatique, l'influence du risque de marché sur les variations de la structure financière des entreprises apparaît seulement au niveau des données de marché (pour les données comptables, la probabilité de rejeter à tort l'absence de relation est toutefois inférieure à 10 %). Plus le risque pour les actionnaires est important, plus les taux d'endettement des entreprises augmentent.

L'évolution des structures financières des entreprises semble partiellement liée au contexte économique après avoir contrôlé leurs dépenses d'investissement et les risques pour leurs partenaires financiers. D'une part, en considérant les estimations contrôlées par le risque pour les créanciers, seules les périodes d'expansion sont marquées par un désendettement des entreprises alors que les variations de taux d'endettement durant les périodes de récession ne sont pas différentes des autres périodes. Plus précisément, les entreprises réduisent leur endettement global lorsque la croissance économique s'accélère. Cela traduit l'analyse des variations des taux d'endettement réalisée dans le paragraphe précédent, qui conclut que les comportements d'endettement durant la période d'expansion sont différents de ceux durant les périodes neutres. D'autre part, ces mêmes divergences de comportements financiers

n'apparaissent qu'à partir des données comptables[277] en considérant les estimations contrôlant le risque de marché. De plus, la corrélation entre le risque de marché et le taux de croissance du PIB peut entraîner des problèmes de colinéarité dans ses estimations, à l'origine de l'instabilité des coefficients de ces variables.

Cependant, l'évolution des taux d'endettement pourrait ne pas traduire correctement les choix des dirigeants. Ce problème est maintenant traité directement à partir du tableau de financement.

b) Les dirigeants compensent-ils les risques des partenaires financiers en adaptant les structures de financement durant le cycle économique ?

Chaque année, les comportements de financement sont appréhendés à partir de la nature du financement externe des sociétés. Les risques pour lesquels les créanciers, puis les actionnaires, sont supposés adapter la politique de financement sont respectivement contrôlés dans les estimations suivantes.

[277] L'influence de l'économie sur les variations d'endettement pourrait être gommée par l'évolution des cours durant les phases du cycle économique. Si pendant l'expansion, les cours augmentent, les variations d'endettement sont réduites *ceteris paribus*. Cela est démultiplié si la dette est réduite réellement par les dirigeants. Par contre si la dette augmente, cela n'apparaîtra pas dans les statistiques.

Tableau n° 42 : Régressions de la structure de financement sur le risque pour les créanciers selon le contexte économique.

NATURE DU FINANCEMENT				
Valeur de marché				
Nombre d'observations	1184			
R-deux ajusté	0,057 ***	0,061 ***	0,060 ***	0,061 ***
Test de Durbin Watson	1,989	2,057	2,017	2,022
Test Belsey Kuh Welsch		6,451	7,162	8,437
Facteur individuel (F de Fisher)	1,010	1,021	1,008	0,999
Flux d'investissement (de marché)	0,163 ***	0,169***	0,170 ***	0,163 ***
Couverture des charges financières		0,001	0,001	0,001
Risque de signature (moyenne annuelle)		- 0,940 **	- 0,879 **	- 1,150 **
Récession			- 0,001	
Expansion			- 0,006	
Croissance du PIB en volume				0,057
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)				- 0,017
Valeur comptable				
Nombre d'observations	1280			
R-deux ajusté	0,064 ***	0,065 ***	0,067 ***	0,070 ***
Durbin Watson	2,022	1,997	2,035	2,041
Test Belsey Kuh Welsch		6,571	7,295	8,507
Facteur individuel (F de Fisher)	1,291 ***	1,345 ***	1,378 ***	1,353 ***
Flux d'investissement (comptable)	0,169 ***	0,168 ***	0,170 ***	0,168 ***
Couverture des charges financières		- 0,000	- 0,000	- 0,000
Risque de signature (moyenne annuelle)		- 1,396 **	- 1,243 **	- 1,785 ***
Récession			0,003	
Expansion			- 0,017 **	
Croissance du PIB en volume				- 0,119
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)				- 0,024

Légende : L'échantillon est identique au tableau précédent. La nature du financement est évaluée en retranchant des flux de liquidités nets collectés auprès des créanciers ceux obtenus auprès des actionnaires (rapportée à la valeur de marché ou comptable des titres). Les variables indépendantes sont identiques à celles du tableau précédent. (Les régressions tiennent compte d'un effet individuel). Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Un point de vue alternatif est de considérer celui des actionnaires. Le risque spécifique (le *bêta*) aurait été un indicateur plus approprié que le risque de marché (la variance annuelle de l'indice) seulement disponible pour la période 1990 à 1997. Par ailleurs, risque de marché et risque de signature étant corrélés, le tableau suivant présente les résultats des estimations pour le risque supporté par les actionnaires.

Tableau n° 43 : Régressions de la structure de financement sur le risque pour les actionnaires selon le contexte économique.

NATURE DU FINANCEMENT			
Valeur de marché			
Nombre d'observations	914		
R-deux ajusté	0,047 ***	0,047 ***	0,046 ***
Durbin Watson	1,993	1,973	1,974
Test Belsey Kuh Welsch	6,24	7,22	9,22
Facteur individuel (F de Fisher)	0,989	0,987	0,986
Flux d'investissement (de marché)	0,162 ***	0,173 ***	0,177 ***
Risque de marché	1,900	2,469 **	2,974 **
Récession		0,005	
Expansion		- 0,008	
Croissance du PIB en volume			- 0,232
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)			0,002
Valeur comptable			
Nombre d'observations	1019		
R-deux ajusté	0,056 ***	0,108 ***	0,057 ***
Durbin Watson	1,957	1,961	1,962
Test Belsey Kuh Welsch	6,25	7,21	9,26
Facteur individuel (F de Fisher)	1,276 **	1,276 **	1,281 **
Flux d'investissement (comptable)	0,155 ***	0,199 ***	0,202 ***
Risque de marché	2,489	3,225 **	5,112 **
Récession		0,003	
Expansion		- 0,027 **	
Croissance du PIB en volume			- 0,961
Structure à terme des taux d'intérêt (moyenne annuelle)			0,022

Légende : le risque financier (couverture) est éliminé car il n'est jamais significatif et au mieux, il améliore la signification des autres variables.

Les choix de financement sont globalement liés aux variables indépendantes et les coefficients R^2 sont plus importants que précédemment. Les conditions usuelles des modèles linéaires sont respectées. L'échantillon étant organisé sous forme de panel, les estimations tiennent compte d'un effet individuel (lorsqu'il est significatif notamment pour les données comptables).

Les choix de financement des dirigeants, supposés se traduire dans la nature du financement externe net des entreprises, sont systématiquement positivement corrélés aux dépenses d'investissement et ne sont pas liés au contexte économique, ce qui

infirme la théorie à double titre. La nature du financement net externe n'est pas influencée par le risque de faillite pour chaque entreprise, *a contrario* du risque de signature, aussi bien à partir des données comptables que celles de marché. Les choix de financement sont significativement orientés vers l'endettement lorsque le risque de marché pour les actionnaires est important et que le contexte économique est pris en considération[278].

En opposition à la mesure des variations du taux d'endettement, les natures de financement ne semblent pas liées au contexte économique – qu'il soit appréhendé qualitativement ou quantitativement (à l'exception des années d'expansion sur les données comptables). La conclusion précédente est confirmée après avoir contrôlé les natures de financement des dépenses d'investissement et du risque pour les créanciers et les actionnaires.

Trois conclusions découlent des tests réalisés. Premièrement, l'endettement des entreprises, que ce soit en termes comptable ou de marché et qu'il soit mesuré à partir des variations des postes de bilan ou du tableau de financement, est associé positivement aux dépenses d'investissement. L'hypothèse formulée par Krainer suggérant une association négative entre l'investissement – s'il contribue à un coût d'agence pour les partenaires financiers – et la variation du taux d'endettement est réfutée à partir des tests réalisés sur l'échantillon sélectionné.

Deuxièmement, la relation entre le risque censé être la source des conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers et les choix de financement est probablement plus de nature macro-économique que spécifique à l'entreprise. En effet, le ratio de couverture des charges financières n'est jamais significatif[279]. Les comportements financiers dépendent du risque de signature[280]. Le risque au niveau du marché financier

---

[278] Toutefois, le niveau de signification est inférieur à 10 % en l'absence des variables économiques.

[279] Le niveau de signification du t de Student associé à cette variable varie entre 10 et 20 % selon la régression concernée.

[280] Néanmoins, la relation entre risque et taux d'endettement pourrait ne pas être attribuée aux choix de financement des dirigeants dans la mesure où certaines régressions effectuées sur les données comptables ne sont pas significatives.

semble aussi influencer les décisions de financement des entreprises. Qui plus est, l'influence du risque sur le financement semble s'accorder plus d'une spécification métrique de la mesure du contexte économique.

Troisièmement, l'hypothèse selon laquelle les comportements de financement dépendent du contexte économique est partiellement infirmée. En effet, le comportement de financement est lié au contexte économique exclusivement lorsqu'il est appréhendé à partir de la variation du taux d'endettement. En considérant, la nature de financement des flux de liquidités collectés auprès des partenaires financiers, les choix de financement sont indépendants des fluctuations économiques, quelles que soient leurs mesures (à l'exception de l'expansion pour les données comptables). Les différents estimateurs des fluctuations économiques permettent de préciser l'influence sur les choix de financement des dirigeants selon chaque étape du cycle. Durant les périodes de récession (c'est-à-dire de taux de croissance de l'économie inférieurs à la tendance à long terme), le comportement de financement est sensiblement identique quelle que soit la mesure financière utilisée. L'évolution des taux d'endettement est particulièrement sensible durant les périodes d'expansion (1988, 1989 et 1994). Même si le taux de croissance du PIB affecte significativement la variation du taux d'endettement comptable et de marché, aucune influence n'est détectée sur la nature du financement des entreprises. De même, la structure à terme des taux d'intérêt, considérée comme un des indicateurs avancés de la production industrielle, ne semble pas influencer sensiblement, ni la nature des financements des entreprises, ni la variation annuelle de leur taux d'endettement.

Tableau n° 44 : Configuration des conclusions des tests réalisés par variables.

	Mesures de la politique de financement				
	en valeur de marché			en valeur comptable	
Mesures des fluctuations économiques.	variation des taux d'endettement	nature du financement net		variation des taux d'endettement	nature du financement net
qualitatives	H5 : rejetée Ha : acceptée	rejetée		H5 : rejetée Ha : acceptée	rejetée
quantitatives	H5 : rejetée Ha : acceptée	rejetée		acceptée	rejetée

Légende : Le tableau donne pour chaque configuration des estimateurs empiriques, l'acceptation ou le rejet de l'hypothèse H5 et, si les résultats sont contraires, pour une hypothèse (Ha) alternative d'une association entre la politique de financement et les fluctuations économiques.

* * *

* *

*

Cette section avait pour objectif de tester la théorie selon laquelle la structure de financement d'une entreprise est déterminée par l'influence des fluctuations de l'activité macro-économique sur les intérêts de ses partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement. Plus précisément, l'explication avancée consistait à soutenir qu'en raison des conflits d'agence entre actionnaires et créanciers, les entreprises devraient incorporer une proportion plus élevée de fonds propres externes durant les phases de croissance de la production industrielle comparativement aux périodes de récession, dans l'objectif de compenser l'exposition des créanciers au risque économique des investissements réalisés.

Même si les comportements de financement observés divergent selon le contexte économique, les résultats obtenus ne permettent pas de soutenir l'association prédite par la théorie de Krainer. Certes, les périodes d'expansion sont marquées par une diminution des taux d'endettement des entreprises, mais la nature nette du financement externe que les dirigeants demandent à leurs partenaires financiers est vraisemblablement indépendante de l'économie.

En conclusion, l'influence empirique des fluctuations économiques sur les choix de financement semble dépendre de la mesure financière utilisée. Les résultats empiriques soutiennent la thèse selon laquelle l'adaptation des financements des entreprises résulte de négociations entre les partenaires financiers, négociations sensibles au contexte économique ambiant (variations des taux d'endettement), au détriment de la thèse de l'autonomie de financement des dirigeants (les natures de financement ne sont pas différentes selon le contexte). Cependant, ces deux analyses auraient dû aboutir à la même conclusion selon les relations comptables décrites par

Garvey et Hanka (1999). À l'inverse, le choix d'un indicateur économique ne semble pas important lorsque l'économie exerce une influence sur la variable dépendante.

Enfin, la théorie de Krainer suppose que l'adaptation des modalités du financement tient à la volonté des partenaires à partager le risque économique. Or le risque pour les créanciers apparaît être essentiellement un problème de nature macro-économique. Cela conduit à penser que la politique de financement n'est pas une solution locale à un arbitrage entre actionnaires et créanciers, et donc à rejeter la théorie. Toutefois, une interrogation persiste sur les facteurs de contrôle proposés par la théorie et utilisés dans les régressions. Ils n'incluent pas les motivations des dirigeants à modifier leurs modalités de financement. Les arbitrages de financement sous le contrôle des dirigeants ne peuvent-ils pas être effectués avant la formulation d'une demande de financement sur le marché financier ? Les hypothèses suivantes visent à introduire la marge discrétionnaire dans la détermination des choix de financement.

B) Les politiques de financement des dirigeants sont-elles liées aux fluctuations de l'économie française de 1987 à 1997 ?

Cette sous-section vise à tester que la marge discrétionnaire est plus importante durant les périodes d'expansion car les dépenses d'investissement et les sources de financement sont censées être plus importantes. De surcroît, cette sous-section offre aussi l'opportunité de distinguer sur le plan empirique deux hypothèses sur les comportements de financement des dirigeants. Soit, s'ils cherchent à accroître à l'avenir leur marge discrétionnaire, ils devraient être incités à rembourser les anciennes dettes financières grâce à l'excédent de trésorerie dégagé durant l'expansion et à favoriser l'appel aux actionnaires. Cette hypothèse 6 impose donc que la nature de financement brut externe[281] est négativement associée aux conditions macro-économiques. Soit, s'ils arbitrent entre les contraintes des fournisseurs de fonds à l'avenir, ils devraient substituer des fonds empruntés aux fonds propres externes afin de maximiser leurs

[281] Mesurée annuellement en soustrayant les flux collectés auprès des actionnaires par émissions d'actions aux flux obtenus par souscriptions de dettes financières auprès des créanciers, relativement aux flux de liquidités employées pour les investissements.

marges discrétionnaires. Cette hypothèse 7 impose donc que la nature du financement externe brut est positivement associée à la conjoncture économique anticipée. Les variables sont décrites, dans un premier temps, selon le contexte économique (obtenu par les écarts de la croissance économique à la tendance à long terme). Il s'agit aussi d'identifier les déterminants de l'autofinancement disponible afin de vérifier s'il est positivement associé à la croissance économique sur l'échantillon sélectionné. Les tests empiriques des hypothèses de politique de financement (H6 et H7) sont réalisés, dans un second temps, sur l'échantillon des entreprises françaises non financières du SBF250 entre 1987 et 1997.

1/ Des dépenses d'investissement et des sources de financement plus importantes selon les phases du cycle ?

Il s'agit de décrire la marge discrétionnaire des dirigeants des entreprises sélectionnées entre 1987 et 1997, à partir de l'étude de leur tableau de financement retraçant leurs flux de liquidités. Le Tableau n° 45 présente les séries selon les phases du cycle économique français, appréhendé qualitativement, puis quantitativement, en utilisant les taux de croissance du PIB et des indicateurs avancés[282]. Les résumés statistiques des séries sont exposés dans un premier temps. L'analyse de l'autofinancement disponible selon le contexte et la conjoncture économique est présentée dans un second temps.

a) Les flux de trésorerie des entreprises selon le cycle économique

Les informations traitées dans la section précédente sont reprises. Les données sont obtenues en rapportant la valeur des flux de financement aux dépenses d'investissement à la fin de chaque année. La marge discrétionnaire est mesurée par les flux d'exploitation diminués des flux nécessaires aux remboursements et à la

[282] Dans ce tableau et ceux qui suivent, des régressions ont été réalisées avec les autres estimateurs du cycle économique présentés en annexe n° 2. Les résultats ne sont pas reportés lorsque les conclusions sont tout à fait similaires.

rémunération des créanciers financiers. La nature du financement externe est appréhendée en retranchant des flux en provenance des créanciers, ceux collectées auprès des actionnaires. Les dépenses d'investissement sont calculées en additionnant les dépenses en capital et les acquisitions d'actifs et en soustrayant les diminutions d'actifs.

Tableau n° 45 : L'investissement et ses financements des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 selon les phases du cycle économique.

	récession	**Contexte neutre**	**expansion**	**total**
Années =	1991-93	1987, 1990, 1995-97	1988-89, 1994	
N = 189 entreprises	*411*	*658*	*345*	*1414*
marge discrétionnaire	35,70 % (59,08 %)	41,18 % (59,75 %)	40,30 % (55,17 %)	39,37 % (58,53 %)
émissions d'actions	16,38 % (0,30 %)	15,17 % (0,60 %)	15,89 % (0,76 %)	15,59 % (0,53 %)
souscriptions d'emprunts	47,63 % (29,23 %)	42,61 % (22,83%)	42,81 % (27,57 %)	44,12 % (26,38 %)
remboursements de dettes	52,99 % (33,59 %)	46,45 % (23,97 %)	44,94 % (21,75 %)	47,98 % (24,95 %)
nature du financement brut	30,97 % (21,00 %	26,40 % (16,05 %)	25,93 % (17,33 %)	27,61 % (17,16 %)
nature du financement net	- 21,74 % (- 0,06 %)	- 19,01 % (- 0,04 %)	- 18,01% (- 0,05 %)	- 19,56 % (- 0,05 %)
N = 174	*366*	*548*	*301*	*1215*
flux nets investis / valeur de marché du capital	11,67 % (9,60 %)	11,18 % (8,88 %)	14,78 % (11,88 %)	12,23 % (9,56 %)
N = 190	*412*	*570*	*323*	*1315*
flux nets investis / valeur comptable du capital	16,75 % (13,32 %)	20,00 % (14,63 %)	22,70 % (17,01 %)	19,72 % (14,75 %)

Légende : Dans la première partie du tableau, l'échantillon est constitué de 1414 observations concernant 189 sociétés cotées à Paris dans l'indice SBF250. Les statistiques correspondent à la moyenne des observations (la médiane est indiquée entre parenthèses). Dans la seconde partie, les dépenses d'investissement sont évaluées par rapport à la valeur de marché et la valeur comptable du capital économique de l'entreprise, à partir du tableau des flux de financement de 174 et 190 sociétés entre 1988 et 1997 (la médiane est indiquée entre parenthèses). Les moyennes et médianes sont données pour chaque contexte économique identifié à partir des écarts de la croissance économique à sa tendance à long terme.

Tableau n° 46 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de l'investissement et ses financements des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997, selon les phases du cycle économique.

Séries	Tests sur les variances	Tests d'égalité des moyennes
		$F_{(2, 1413)}$ Sign
marge discrétionnaire	1,84	0,43
émissions d'actions	0,22	0,09
souscriptions d'emprunts	0,93	0,50
remboursements de dettes	2,42 ***	0,51
nature du financement brut	1,21	0,35
nature du financement net	1,74	0,08
		$F_{(2, 1214)}$ Sign
flux nets investis / valeur de marché du capital	5,94 ***	3,90 **
		$F_{(2, 1314)}$ Sign
flux nets investis / valeur comptable du capital	7,34 ***	5,66 ***

Légende : La marge discrétionnaire est appréhendée par l'autofinancement disponible. L'hypothèse d'homogénéité des variances annuelles des observations est rejetée au seuil de 1 % pour les investissements (rapportés, soit à la valeur de marché, soit la valeur comptable du capital économique) et pour les remboursements de dettes financières (comparativement à l'investissement). L'hypothèse nulle selon laquelle la répartition du financement brut de l'investissement est la même chaque année est acceptée au seuil habituel pour les trois sources[283]. Cette hypothèse est aussi acceptée pour la nature du financement externe, brut ou net. Par contre, les dépenses d'investissement des entreprises évoluent durant le cycle économique[284]. Une probabilité inférieure à 1 % (5) % de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par *** (**).

Le taux d'autofinancement des investissements s'établit à 39 % en moyenne. Aucune différence n'apparaît selon le contexte économique considéré. Que ce soit durant la récession de 1991 à 1993 ou durant l'expansion de 1988-1989 ou 1994, le montant de flux disponibles, à dépenses d'investissement constantes, est sensiblement équivalent. Concernant la part des dépenses d'investissement financée par émissions d'actions, les conclusions sont identiques aux mesures rapportant les augmentations de capital aux valeurs des titres des entreprises : aucune différence n'apparaît selon le

[283] L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes a été testée en rejetant l'hypothèse de normalité des séries de données grâce au test non paramétrique de Kruskal-Wallis. Les résultats sont identiques aux tests paramétriques de Fisher à l'exception des remboursements de dettes financières (à dépenses d'investissement constantes), qui sont plus importants durant les périodes de récession.

[284] En introduisant un effet individuel (significatif), l'influence des fluctuations économiques sur les investissements rapportés à la valeur de marché disparaît au seuil habituel. Au demeurant, il n'apparaît pas de relations interactives entre les individus et le contexte économique.

contexte économique considéré. À propos des transactions financières avec les créanciers financiers, les souscriptions de dettes ne sont pas différentes selon le contexte économique, à l'opposé des remboursements, qui sont plus importants durant les périodes de récession (tests non paramétriques). Les tests ne confirment pas que les années où les flux nets d'endettement sont négatifs (1993 à 1996) sont différentes des autres (1991, 1992, 1995 et 1997)[285]. Par ailleurs, l'étude de la nature du financement externe, brut ou net, ne suggère pas une divergence de choix des partenaires financiers de la part des dirigeants selon le contexte économique. Néanmoins, les tests précédents identifient un comportement d'investissement des entreprises différent selon le contexte économique.

Tableau n° 47 : Tests paramétriques de Duncan de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1988 à 1997 selon les phases du cycle économique.

	Sous-ensembles homogènes au seuil de 5 %	
	1	2
• flux nets investis / valeur de marché du capital économique		
- récession	11,67 %	
- neutre	11,18 %	
- expansion		14,78 %
(signification)	(0,529)	
• flux nets investis / valeur comptable du capital économique		
- récession	16,75 %	
- neutre		20,00 %
- expansion		22,70 %
(signification)		(0,112)

Légende : Le test de Duncan permet d'identifier des sous-ensembles, établis à partir des modalités d'une variable qualitative, qui sont à la fois homogènes et différents les uns des autres. Le niveau de signification donné pour chaque variable est la probabilité de rejeter à tort une égalité de moyenne à l'intérieur d'un sous-ensemble homogène.

Au moins sur le plan comptable, les entreprises réalisent des investissements (en quantité) plus importants durant l'expansion comparativement à la récession.

[285] Ce n'est pas étonnant puisque les années où les flux nets sont négatifs sont répartis sur les trois contextes, suggérant que les fluctuations économiques ne sont pas la raison pour laquelle les souscriptions sont inférieures aux remboursements de dettes financières.

Cependant, peut-être en raison des variations de cours boursiers des entreprises[286], les observations mesurées en valeur de marché ne permettent pas d'identifier une différence significative de dépenses d'investissement entre ces deux contextes, pour le test paramétrique contrôlé par un effet individuel. Ce résultat ne semble pas dépendre de la mesure de l'environnement économique, car les mêmes conclusions ont été obtenues si celui-ci est obtenu à partir des points de retournement conjoncturels.

Au total, si l'espace de négociation des contrats par les dirigeants est appréhendé par les dépenses d'investissement et la disponibilité de flux de liquidités internes et externes, il apparaît que la marge discrétionnaire des dirigeants est sensiblement identique, quelle que soit la nature du contexte économique. Les choix de financement ne semblent pas différents selon le contexte économique lorsqu'ils sont appréhendés à partir de la nature des flux de financement. Cette conclusion est à considérée avec prudence en raison de la qualité des variables économiques utilisées et l'absence de contrôle des déterminants des choix de financement.

b) L'analyse des déterminants de l'autofinancement disponible selon la conjoncture économique

Il s'agit maintenant d'éprouver l'hypothèse selon laquelle la marge discrétionnaire est plus importante durant l'expansion en contrôlant les facteurs susceptibles de l'influencer. Les régressions effectuées tiennent compte d'un effet individuel.

Le taux d'endettement de la société est supposé réduire la disponibilité des fonds discrétionnaires (coefficient négatif). L'augmentation de la valeur anticipée sur le marché financier des options de croissance est censée conduire les dirigeants à augmenter leurs possibilités de financement interne s'ils cherchent à accroître leur espace (coefficient positif). Inversement, un niveau important d'opportunités d'investissement est supposé faciliter le financement externe (coefficient négatif).

[286] La hausse des cours boursiers en période d'expansion économique pourrait induire un biais dans la mesure de l'évolution des dépenses d'investissement.

Concernant l'économie, le coefficient de régression entre l'autofinancement disponible et le cycle économique devrait être positif (codifié sur trois états de la nature : récession 1991 à 1993, neutre, expansion 1988, 1989 et 1994). La structure à terme des taux d'intérêt, en tant qu'un indicateur avancé de la conjoncture économique, devrait être associée négativement à l'autofinancement disponible. La réalisation d'une phase de croissance de l'activité économique est censée élargir la marge discrétionnaire des dirigeants, grâce à l'autofinancement. De surcroît, le schéma théorique proposé suppose une interaction entre les contraintes des partenaires et les conditions d'exploitation économique, puisque par exemple, la contrainte exercée par les créanciers est censée se relâcher durant les périodes économiquement favorables (le rationnement du crédit est plus fort durant les périodes de récession). Si l'endettement délimite le montant des fonds disponibles (coefficient négatif), alors une interaction entre l'endettement et une variable économique présentant un coefficient négatif traduit un renforcement de la contrainte lorsque le climat macro-économique s'assombrit (positif pour la structure à terme des taux d'intérêt).

Tableau n° 48 : Régressions de l'autofinancement disponible relativement aux dépenses d'investissement, selon les fluctuations économiques.

AUTOFINANCEMENT DISPONIBLE				
Nombre d'observations	1315			
R-deux ajusté	0,144 ***	0,136 ***	0,137 ***	0,141 ***
Durbin Watson	2,212	2,124	2,137	2,152
Test Belsey Kuh Welsch	5,153	5,323	7,926	8,159
Facteur individuel (F de Fisher)	1,819 ***	1,754 ***	1,761 ***	1,775 ***
Taux d'endettement	-1,375 ***	-1,379 ***	-1,367 ***	-1,677 ***
Q de Tobin	-0,056	-0,057	-0,052	-0,075 **
Couverture des charges financières	0,003			
Cycle économique		0,012		
Croissance du PIB courant			-0,887	
Structure à terme des taux (fin déc.)			-0,128	-0,554
Structure à terme x Q de Tobin				0,163
Structure à terme x taux d'endettement				1,959 ***
Nombre d'observations	943			
R-deux ajusté	0,134 ***			
Durbin Watson	1,985			
Test Belsey Kuh Welsch	9,528			
Facteur individuel (F de Fisher)	1,548 ***			
Taux d'endettement	-1,660 ***			
Q de Tobin	-0,057			
Couverture des charges financières	0,001			
Rentabilité annuelle de l'indice SBF	0,125			
Variance annuelle de l'indice SBF	0,118			

Légende : L'échantillon est composé de l'observation du tableau de financement de 187 sociétés de 1987 à 1997. La variable dépendante mesure les flux disponibles en interne pour le financement de l'investissement. Il s'agit des flux d'exploitation déduction faite des flux nécessaires à la rémunération et aux remboursements des créanciers. Les variables indépendantes sont le taux d'endettement (en valeur de marché), le ratio Q de Tobin appréhendant les opportunités d'investissement et les fluctuations économiques (qualitatives et quantitatives). Les régressions tiennent compte d'un effet individuel. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

L'interprétation des résultats est la suivante. Le coefficient négatif de régression de l'autofinancement disponible sur le taux d'endettement traduit l'hypothèse que les contrats de dettes financières sont contraignants pour l'espace discrétionnaire du dirigeant. Cependant, cela ne traduit pas nécessairement un risque de faillite puisque, par ailleurs, la couverture des charges financières n'influe pas sur l'autofinancement disponible (quelle que soit la spécification éprouvée – non reportée). Au total, le niveau d'endettement de l'entreprise contraint les flux de liquidités disponibles en interne pour

les dirigeants[287]. Mais cela ne signifie pas automatiquement que leur marge est plus faible, car cette dernière dépend aussi des opportunités d'investissement et des accès aux partenaires financiers externes. La rentabilité anticipée par le marché financier des projets d'investissement n'influe pas sensiblement sur le niveau des flux disponibles en interne pour leur financement. Tout au plus, la valeur relative de marché des actifs de l'entreprise est associée négativement à l'autofinancement disponible, une fois contrôlée l'influence de la structure à terme des taux d'intérêt. La dernière spécification estimée vise à contrôler le rôle du marché financier grâce à l'évolution des cours. Cependant, ni la rentabilité annuelle de l'indice, ni la variance de l'indice ne sont des variables significatives.

Les variables économiques ont été introduites l'une après l'autre dans les régressions afin d'évaluer séparément leur pouvoir informatif. Aucune n'influence l'autofinancement disponible, que ce soit quantitativement ou qualitativement, au seuil de 5 %. Cependant, indirectement, la structure à terme apparaît interagir avec le taux d'endettement, ce qui confirme que l'intensité des contraintes exercées par les créanciers évolue au fil du cycle économique. Le coefficient positif traduit que l'endettement contraint la marge discrétionnaire, sauf lorsque l'écart entre le taux long et le taux court est important (fin de la phase de récession et début de la phase d'expansion) ou essentiellement lorsque l'écart de taux est faible (c'est-à-dire à la fin de la phase d'expansion ou durant la dépression).

En résumé, l'autofinancement disponible est contraint par l'endettement sans que cette contrainte soit liée au risque de faillite ou de sous-investissement. De surcroît, l'intensité de cette contrainte dépend partiellement de l'environnement économique. Cependant, l'influence des fluctuations macro-économique, qui est quasiment inexistante sur les fonds internes, pourrait être concentrée sur les choix de financement externes.

[287] Cette relation négative est contraire aux théories traditionnelles de l'endettement dans le sens où la profitabilité de la firme est un bon indicateur du niveau d'endettement (selon la théorie financière de Rajan et Zingales, 1995, p. 1452 ; Harris et Raviv, 1991). Cependant, les flux nécessaires aux remboursements de dettes financières et les flux d'investissement interviennent dans la mesure retenue.

2/ Les dirigeants arbitrent-ils entre les financements accessibles selon les fluctuations économiques afin de minimiser les coûts d'agence ?

L'observation des flux de financement des entreprises du SBF 250 entre 1987 et 1997 permet de tester les deux hypothèses proposées concernant la nature du financement collecté à l'extérieur de l'entreprise selon les fluctuations économiques. Leur influence est évaluée à travers différentes mesures, en contrôlant la marge discrétionnaire du dirigeant et les déterminants traditionnels de l'endettement et de l'émission de fonds propres.

En supposant le caractère contraignant de la régularité du décaissement des remboursements d'emprunts, un dirigeant devrait destiner l'excédent de la capacité d'autofinancement lié à la réalisation d'une phase de croissance aux remboursements des dettes financières antérieures et à favoriser les fonds propres lors de la recherche de financement externe – suggérant un coefficient de régression négatif entre la nature du financement et les fluctuations macro-économiques.

En supposant que le dirigeant perçoit que la contrainte exercée par les créanciers à l'avenir est moindre lorsque les conditions d'exploitation sont plus favorables, il est supposé parvenir à substituer la souscription de dettes financières à l'émission de nouveaux fonds propres auprès des actionnaires durant les phases de croissance de l'activité économique – suggérant une association positive entre les fluctuations macro-économique et la nature du financement.

L'organisation empirique de la présente étude consiste à identifier la différence entre les fonds collectés auprès des créanciers et ceux obtenus auprès des actionnaires, censée traduire la nature de la structure de financement choisie par le dirigeant ou imposée par les partenaires, selon les phases du cycle économique, en contrôlant les facteurs individuels. L'hypothèse classique des modèles apparentés aux travaux de Jensen et Meckling (1976), Jensen (1986) et Stulz (1990) selon laquelle les dirigeants poursuivent leurs propres objectifs, se résumant à la croissance de l'entreprise, permet de présenter les signes prédits des variables empiriques. Selon Jung, Kim et Stulz

(1996)[288], les choix de financement s'expliquent par les mêmes déterminants que les taux d'endettement. Les facteurs traditionnels sont repris pour éprouver H6 et H7 : (i) le risque de faillite (taux d'endettement, puis couverture des charges financières), (ii) les opportunités de croissance (ratio Q de Tobin), (iii) l'autofinancement disponible et enfin (iv) l'évolution des cours et le risque de marché (rentabilité et variance du SBF) (Harris et Raviv, 1990). Enfin, (v) deux mesures de l'activité sur le compartiment primaire sont utilisées pour tester l'hypothèse 4 selon laquelle les coûts de sélection adverse sur le marché financier réduisent la possibilité d'émettre des fonds propres par les entreprises au niveau local (le volume des capitaux émis mensuellement et le nombre mensuel d'opérations réalisées). L'ensemble des prédictions est présenté dans le tableau suivant.

Tableau n° 49 : Signe anticipé des coefficients de régressions pour H6 et H7.

Nature du	financement brut		financement net	
Variables	Hypothèse	Signe	Hypothèse	Signe
Taux d'endettement	H6	(-)	H6	(-)
Opportunités d'investissement	H6 H7	(-) (+)	H6	(-)
Autofinancement disponible	H6 H7	(-) (+)	H6 H7	(-) (+)
Rentabilité de l'indice		(-)		(-)
Variance de l'indice		(+)		(+)
Activité primaire	H4	(-)	H4	(-)
Fluctuations économiques (sauf structure à terme)	H6 H7	(-) (+)	H6 H7	(-) (+)
Interactions entre les contrôles et les économiques (sauf structure à terme)	H6 H7	(-) (+)	H6 H7	(-) (+)

a) L'endettement

La partie théorique suggère que les coûts d'agence de la dette et de la discrétion managériale déterminent les choix de financement. L'endettement apparaît dans les modèles traditionnels comme un moyen de contenir les choix d'investissement en

[288] Ils appréhendent les décisions de financement grâce à une régression logistique (1 pour émission d'actions (n = 192) et 0 pour émission de dettes (n = 276) entre 1977 et 1984). Hovakimian, Opler et Titman (2000) utilisent les données issues du tableau de financement, mais limitent leur échantillon aux seules entreprises pour lesquelles les flux de financement annuellement collectés sont supérieurs à 5 % de la valeur de marché du capital.

limitant l'autofinancement disponible. Dans ces conditions, les dirigeants sont censés préférer systématiquement les fonds propres aux fonds empruntés, remboursables, notamment lorsque les taux d'endettement sont importants (s'ils maîtrisent la politique financière)[289]. Alternativement, les créanciers peuvent limiter leurs apports s'ils estiment que l'endettement est trop important.

Le taux d'endettement est mesuré en début d'année, en rapportant les dettes financières à long terme à la valeur de marché des actifs. Le signe du coefficient de régression de cette variable avec la nature de financement devrait être négatif, traduisant que plus l'endettement est important, moins l'entreprise se finance auprès des créanciers.

Les hypothèses 6 et 7 sont compatibles avec un coefficient négatif. L'hypothèse 6 suggère que si l'endettement est contraignant pour le dirigeant, celui-ci devrait être incité à limiter l'appel aux créanciers et à rembourser les anciennes dettes financières grâce aux flux de liquidités obtenus durant l'expansion, quel que soit le taux d'endettement. Sous H6, l'attrait d'un financement auprès des créanciers décroît, *ceteris paribus*, avec l'augmentation du taux d'endettement (risque de faillite). Cependant, l'association soutenue par H7 est conditionnelle à l'environnement, puisque dans une situation favorable, le dirigeant peut préférer la souscription de dettes financières aux fonds propres même si le stock de dettes est important. Donc cette hypothèse 7 n'est pas incompatible avec un coefficient de régression positif.

b) La valeur des opportunités de croissance

Jung Kim et Stulz (1996) supposent que les intérêts des actionnaires et des dirigeants s'alignent avec l'augmentation de la valeur des options d'investissement.

[289] Cela suppose aussi que le système n'est pas parfait, que les actionnaires ne peuvent contraindre totalement le dirigeant, que le coût de financement par fonds propres ne reflète pas complètement les conséquences des stratégies personnelles des dirigeants. En particulier les mécanismes de contrôle liés à la baisse du cours ne fonctionnent pas parfaitement (OPA révocation, rémunération…). En effet, si le système de contrôle par les actionnaires fonctionnait correctement, il ne pourrait y avoir de sur investissement, c'est-à-dire d'investissements non rentables (selon le critère de la VAN) et financés, soit par fonds propres internes, soit par émissions de nouvelles actions. En d'autres termes, les actions émises en contrepartie d'investissement à van négative auraient une valeur nulle.

Autrement dit, que le coût marginal de la discrétion managériale est inversement relié à la valeur des investissements. Les problèmes d'agence apparaissent lorsque l'entreprise n'a pas de projets d'investissement intéressants pour les actionnaires. Les fonds collectés auprès des actionnaires devraient être positivement associés au Q de Tobin, puis par extension aux fluctuations économiques. À supposer que le coût d'agence de la dette est inversement associé aux opportunités de croissance, les fonds collectés auprès des créanciers décroissent lorsque la valeur du portefeuille d'options augmente. Si les nouveaux fonds propres augmentent plus rapidement que les flux obtenus auprès des créanciers, la nature du financement brut est associée négativement au Q de Tobin et aux fluctuations économiques. Ce dernier est mesuré en début d'année, en rapportant la valeur de marché des actifs de l'entreprise à leur valeur comptable.

Qui plus est, cette politique de financement est compatible avec les intérêts des dirigeants désireux d'élargir leur marge discrétionnaire (sous H6)[290]. Cependant, à supposer H7, les dirigeants sont censés financer leurs projets (dont la valeur est reconnue par le marché) auprès des créanciers afin de réduire l'influence des actionnaires sur leur gestion – ce qui suggère un coefficient positif entre le ratio Q de Tobin et la nature du financement brut.

c) L'autofinancement disponible

À un niveau élevé d'autofinancement disponible est associée une politique de financement tournée vers l'utilisation de fonds propres qui minimise les coûts contractuels pour les dirigeants – suggérant un coefficient de régression négatif pour l'autofinancement et la nature du financement. En effet, sous l'hypothèse 6, le dirigeant utilise les flux discrétionnaires pour réduire l'endettement (coefficient négatif avec nature du financement net) ou pour éviter de recourir à l'endettement (coefficient négatif avec la nature du financement brut).

[290] Une autre formulation de l'hypothèse 6 proposée est que les dirigeants sont plus enclins à émettre des fonds propres qu'à réduire leurs émissions de dettes pour diminuer les ratios d'endettement en période de croissance, s'ils cherchent à augmenter leur discrétion sur les flux de liquidités futurs.

L'autofinancement disponible peut affecter la nature du financement externe brut dans le sens où le dirigeant est supposé (H7) favoriser l'endettement afin de réduire la contrainte des actionnaires, s'il détient un financement interne suffisant pour garder son indépendance durant les périodes de récession (l'interaction devrait être positive). Du point de vue des créanciers, une capacité de remboursement importante est favorable à leurs placements. Autrement dit, ce test mesure la réaction de la nature du financement externe d'une entreprise à ses flux internes à la discrétion de ses dirigeants.

d) Le climat boursier

Le climat boursier est censé influer sur l'attractivité et l'accessibilité des nouveaux fonds propres sur le compartiment primaire. Par exemple, un contexte morose peut inciter les dirigeants à éviter de se financer auprès des actionnaires. La rentabilité annuelle de l'indice devrait être négativement associée à la nature du financement externe si, durant les périodes où la croissance des cours a été soutenue, le coût des fonds propres a diminué plus rapidement que celui de la dette financière. La variance de l'indice devrait être positivement associée à la structure de financement, dans la mesure où cette variable mesure le risque systématique pour les actionnaires.

L'hypothèse H4 suggère que si le volume d'émissions d'actions sur le marché est élevé durant les expansions en raison d'un coût de sélection adverse moindre pour les entreprises, les dirigeants devraient favoriser les émissions de fonds propres au détriment des souscriptions de dettes financières pour chaque entreprise (donc un coefficient négative entre le volume et la nature du financement).

e) Les variables économiques

Les deux hypothèses de financement sont confrontées à la réalité à partir des variables économiques, qui sont censées influer sur les déterminants de la marge discrétionnaire (accessibilité aux flux externes) en contrôlant les dépenses d'investissement et la disponibilité de flux internes. Le coefficient de régression est négatif pour les mesures qualitatives et quantitatives (à l'exception de la structure à

terme) sous l'hypothèse H6 selon laquelle le dirigeant préfère systématiquement les fonds propres. L'hypothèse H7 est que, en supposant un financement par fonds collectés sous forme de dettes moins contraignant que celui par fonds propres durant les périodes de croissance de l'activité de l'entreprise, la politique de financement des dirigeants est tournée vers les fonds empruntés, par opposition aux périodes de récession ; même si éventuellement les remboursements de dettes financières font que la nature du financement net diminue avec la croissance économique (le coefficient de régression devrait être positif) (inversion pour la structure à terme des taux).

Les tests réalisés des hypothèses financières portent, soit sur la nature du financement externe brut (Tableau n° 50), soit sur la nature du financement externe net (Tableau n° 51).

Tableau n° 50 : Régressions de la nature du financement externe brut, relativement aux dépenses d'investissement, selon le contexte économique.

NATURE DU FINANCEMENT BRUT				
Nombre d'observations	1315		947	1315
R-deux ajusté	0,106 ***	0,342 ***	0,381 ***	0,341 ***
Durbin Watson	2,133	2,058	2,125	2,133
Test Belsey Kuh Welsch	5,315	6,289	9,065	8,323
Facteur individuel (F de Fisher)	1,415 ***	1,269 **	1,350 ***	1,271 ***
Taux d'endettement	1,821 ***	1,055 ***	1,010 ***	1,066 ***
Q de Tobin	0,074 **	0,049	0,001	0,049
Autofinancement disponible		- 0,530 ***	- 0,571 ***	- 0,530***
Rentabilité de l'indice boursier			0,164	
Variance de l'indice boursier			- 0,348	
Cycle économique (3 états)				- 0,003
Nombre d'observations	1315			
R-deux ajusté	0,341 ***	0,359 ***	0,363 ***	0,363 ***
Durbin Watson	2,136	2,022	2,095	2,059
Test Belsey Kuh Welsch	7,926	9,057	10,961	12,906
Facteur individuel (F de Ficher)	1,268 ***	1,283 ***	1,347 ***	1,348 ***
Taux d'endettement	1,040 ***	0,878 ***	1,350 ***	1,339 ***
Q de Tobin	0,053	0,065	0,052	0,054
Autofinancement disponible	- 0,530 ***	- 0,683 ***	- 0,418 ***	- 0,419***
Volume des capitaux émis	- 0,032			- 0,035
Croissance du PIB courant	- 0,171			
Structure à terme des taux (fin déc.)	- 0,083		0,430	0,393
-- x Taux d'endettement			- 1,483 **	- 1,489 **
-- x Q de Tobin			0,024	0,025
-- x Autofinancement disponible			- 0,585 ***	- 0,585 ***
Récession		0,092		
-- x Taux d'endettement		0,154		
-- x Q de Tobin		- 0,138 **		
-- x Autofinancement disponible		0,286 ***		
Expansion		- 0,139		
-- x Taux d'endettement		0,178		
-- x Q de Tobin		- 0,004		
-- x Autofinancement disponible		0,238 ***		

Légende : L'échantillon est composé de l'observation du tableau de financement de 187 sociétés de 1987 à 1997. La variable dépendante mesure la différence entre les flux collectés auprès des créanciers lors de la souscription de dettes financières à long terme et ceux obtenus auprès des actionnaires lors de l'émission de nouvelles actions, comparativement aux dépenses contemporaines d'investissement. Les variables indépendantes spécifiques sont le taux d'endettement (en valeur de marché), le ratio Q de Tobin appréhendant les opportunités d'investissement, l'autofinancement disponible traduisant la rentabilité économique. Les variables non spécifiques comprennent le climat boursier, le volume primaire et les fluctuations économiques (qualitatives et quantitatives). Les régressions tiennent compte d'un effet individuel. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Les conditions nécessaires à l'utilisation des outils de régression linéaire sont respectées lorsqu'un effet individuel est introduit. Le coefficient de régression ajusté est de 35 %, principalement en raison d'une hétérogénéité individuelle et des variables financières. Les apports de l'environnement économique pour l'explication de la nature du financement externe brut choisi par les dirigeants sont faibles et tiennent plus d'une interaction que d'un effet direct. Le climat boursier n'est pas un facteur déterminant des décisions de financement au niveau local. Les paragraphes suivants présentent les commentaires des régressions du tableau.

Contrairement aux prédictions des théories traditionnelles sur la marge discrétionnaire, plus l'endettement est élevé, plus les entreprises ont recours aux créanciers, suggérant que les dirigeants des entreprises observées continuent à favoriser les souscriptions de dettes financières même lorsque le taux d'endettement est élevé. Ce résultat conduit à rejeter H6. Les théories contractuelles supposant une relation négative entre l'endettement et la valeur des projets d'investissement ne sont pas validées sur l'échantillon observé à partir de la nature du financement brut. Dans le détail, plus l'entreprise possède de possibilités d'investissement valorisées par le marché financier, plus le financement externe brut est composé de dettes financières (dans les estimations sans contrôle des facteurs environnementaux)[291]. L'hypothèse 6 est incompatible avec ce résultat. Mais l'hypothèse 7 d'une substitution entre les sources de financement en faveur des créanciers est cohérente avec une relation positive entre la valeur des options de croissance et un financement majoritairement assuré par fonds empruntés[292]. Plus l'autofinancement disponible après la rémunération et le remboursement annuel des dettes financières est important, plus l'entreprise délaisse les créanciers aux profits des actionnaires dans ses émissions de titres de financement. L'hypothèse 6 est compatible avec ce résultat car elle soutient que l'endettement exerce une discipline sur le dirigeant, qui cherche toujours à s'en soustraire. Ce résultat conduit par contre à réfuter l'hypothèse 7, selon laquelle le dirigeant favorise le financement auprès des créanciers

[291] Dans les autres spécifications proposées, la probabilité de rejeter l'absence de relation entre le ratio Q de Tobin et la nature de financement brut varie entre 5 et 12 %.

[292] Ce résultat traduit que les dirigeants parviennent à financer des projets qui, selon la théorie de Myers (1977), induisent des coûts d'agence pour les actionnaires. Cependant, l'hypothèse 7 est cohérente avec ce résultat puisque le dirigeant profite de la rentabilité des projets pour aménager la politique financière en recourant aux dettes financières plutôt qu'aux actionnaires.

s'il détient un autofinancement disponible suffisant pour rester indépendant durant les périodes économiquement difficiles, en profitant de la substitution des contraintes. Le résultat obtenu ici confirme celui du Tableau n° 48, c'est-à-dire d'une relation négative trouvée entre l'autofinancement disponible et le taux d'endettement

L'introduction des variables représentant le contexte sur le marché financier n'apporte pas d'explication supplémentaire et absorbe l'influence du ratio Q de Tobin (y compris lorsque l'autofinancement est absent de la spécification – non reporté). Les résultats des tests ne permettent pas de rejeter l'absence d'association entre les choix des titres de financement à émettre et les variations des cours boursiers avant leurs émissions. L'hypothèse 4 selon laquelle le climat boursier peut être apprécié à partir de l'activité primaire pour favoriser le placement des actions par les entreprises est rejetée, quelle que soit la spécification retenue et l'estimateur empirique utilisé.

Aucune mesure de l'environnement économique, que ce soit qualitativement ou quantitativement, n'influe directement sur la nature du financement externe brut des entreprises, c'est-à-dire sur le choix lors du financement de l'investissement entre la souscription de dettes financières ou l'émission d'actions. Au total, les tests réalisés ne permettent pas d'accepter une association entre les choix de financement et le contexte ou la conjoncture économique.

Néanmoins, les spécifications des tests testent l'existence d'interactions entre les facteurs spécifiques, le taux d'endettement ou la disponibilité de flux internes, et les facteurs macro-économiques, notamment la structure à terme des taux d'intérêt. La nature de financement tend vers les flux de liquidités collectés auprès des créanciers lorsque le taux d'endettement est important durant les périodes où la structure est inversée (après les creux conjoncturels de 1989 et durant la récession de 1991 à 1993). Les interactions avec les variables qualitatives ne sont pas significatives cependant. Ces résultats tendent à renforcer H7.

L'interaction entre l'autofinancement et la structure à terme des taux d'intérêt est négative, ce qui suggère que la structure de financement est composée de fonds empruntés lorsque l'autofinancement est faible et que la structure des taux est inversée (économiquement favorable en termes de niveau d'activité), supportant H7. Autrement

dit, la structure de financement est orientée vers les actionnaires lorsque les flux internes sont importants et que l'écart de taux est important (récession) ; cela est compatible avec les deux hypothèses. À partir des phases du cycle identifiées à partir des écarts de la croissance économique à sa tendance à long terme, les dirigeants favorisent les souscriptions de dettes financières lorsqu'ils détiennent des flux internes importants. Ces conclusions semblent supporter l'hypothèse d'une substitution entre les sources de financement par les dirigeants telle que proposée par H7.

L'interaction négative du Q de Tobin avec la récession signifie que le risque de sous-investissement durant les récessions conduit les dirigeants à rechercher des financements en priorité auprès des actionnaires.

Les hypothèses 6 et 7 peuvent être testées à partir de la mesure de la nature du financement net ; correspondant à la nature du financement brut moins les flux de liquidités nécessaires au remboursement des anciennes dettes financières. L'intérêt des tests ci-dessous est d'estimer les biais, s'ils existent, liés à l'introduction d'éléments, qui ne sont pas toujours à la discrétion des dirigeants.

Tableau n° 51 : Régressions de la nature du financement externe net, relativement aux dépenses d'investissement, selon le contexte économique.

NATURE DU FINANCEMENT NET				
Nombre d'observations	1315			947
R-deux ajusté	0,071 ***	0,070 ***	0,070 ***	0,094 ***
Durbin Watson	2,122	2,104	2,078	1,879
Test Belsey Kuh Welsch	5,315	6,289	6,378	9,065
Facteur individuel (F de Fisher)	1,525 ***	1,495 ***	1,503 ***	1,529 ***
Taux d'endettement	1,544 ***	1,367 ***	1,419 ***	2,095 ***
Q de Tobin	0,062	0,061	0,058	0,027
Autofinancement disponible		- 0,083 **	- 0,084 **	- 0,064
Volume de capitaux émis			0,059	- 0,054
Rentabilité de l'indice boursier				0,343
Variance de l'indice boursier				0,416 ***
Nombre d'observations	1315			
R-deux ajusté	0,071 ***	0,075 ***	0,091 ***	0,086 ***
Durbin Watson	2,118	2,137	2,117	2,099
Test Belsey Kuh Welsch	5,323	12,355	10,926	9,450
Facteur individuel (F de Fisher)	1,529 ***	1,515 ***	1,545 ***	1,570 ***
Taux d'endettement	1,484 ***	1,482 ***	0,998 **	2,035 ***
Q de Tobin	0,057	0,044	0,078	0,047
Autofinancement disponible	- 0,086 **	- 0,082 **	- 0,334 ***	0,016
Volume de capitaux émis	0,003	- 0,033	- 0,010	- 0,045
Cycle économique	0,057			
Croissance du PIB courant		5,535 ***		5,471 ***
Structure à terme des taux (fin déc.)		- 0,137		0,637
Récession			- 0,337	
-- x Taux d'endettement			0,951	
-- x Q de Tobin			- 0,069	
-- x Autofinancement disponible			0,425 ***	
Expansion			- 0,275	
-- x Taux d'endettement			0,731	
-- x Q de Tobin			- 0,013	
-- x Autofinancement disponible			0,457 ***	
Structure à terme x Q de Tobin				0,020
-- x Taux d'endettement				- 2,969 ***
-- x Autofinancement disponible				- 0,487 ***

Légende : L'échantillon est composé de l'observation du tableau de financement de 187 sociétés de 1987 à 1997. La variable dépendante mesure la différence entre les flux nets collectés auprès des créanciers et ceux obtenus auprès des actionnaires, comparativement aux dépenses d'investissement. Les variables indépendantes sont le taux d'endettement (en valeur de marché), le ratio Q de Tobin appréhendant les opportunités d'investissement, l'autofinancement disponible (flux d'exploitation moins les flux nécessaires au service de la dette), le contexte boursier (rentabilité et variance de l'indice, puis volume d'activité primaire) et les fluctuations économiques (qualitatives et quantitatives). Les régressions tiennent compte d'un effet individuel. Une probabilité inférieure à 1 % (5 %) de rejeter à tort l'hypothèse testée est signalée par ***(**).

Globalement, le modèle proposé est moins performant en termes explicatifs ; le R^2 est inférieur à 10 %, malgré un effet individuel et des variables financières significatifs. Parmi les variables spécifiques, le rôle de l'endettement persiste alors que celui de l'autofinancement disponible disparaît. Parmi, les variables non spécifiques, plusieurs de nature macro-économique influent la nature du financement, tandis que le climat boursier ne permet pas d'anticiper les choix de financement des entreprises. L'interprétation des résultats conduit à plusieurs questions.

La nature du financement externe net des entreprises auprès des partenaires financiers apparaît dépendre presque exclusivement du taux d'endettement. Plus le taux d'endettement est élevé, plus les entreprises s'adressent, globalement, aux créanciers lors de leur recherche de fonds externes[293]. La rentabilité anticipée des opportunités de croissance n'influe pas significativement sur cette mesure des choix de financement au seuil de 5 %. Ce résultat confirme l'impression qui ressort de l'analyse de la structure du financement externe brut selon laquelle le rôle joué par les opportunités de croissance est marginal dans les choix annuels de partenaires financiers. En fait, certaines décisions financières antérieures (remboursement des dettes financières) peuvent être indépendantes des opportunités d'investissement futures. Plus l'autofinancement disponible est important, plus les choix de financement privilégient les fonds propres au détriment des dettes financières. Cependant, l'intensité de la relation semble plus faible avec cette mesure nette comparativement à la mesure brute. En outre, dans la dernière régression, la variable directe est absorbée par l'interaction avec la structure à terme, ce qui tendrait à confirmer H6 au détriment de H7.

Pour les facteurs macro, les contextes boursier et économique affectent les choix de financement des entreprises (après avoir pris en considération les remboursements de la dette). Plus le marché boursier est volatil (variance élevée), plus les entreprises se financent auprès des créanciers. Néanmoins, l'évolution des cours n'influe pas sur les choix de financement. Enfin, l'activité primaire du marché boursier n'affecte pas les

[293] Plusieurs régressions ont été effectuées en remplaçant le taux d'endettement par la couverture des charges financières. Les résultats (non reportés) sont similaires mais moins significatifs – autour de 10 à 14 % - traduisant l'absence d'une influence du risque de faillite.

décisions de financement des entreprises, quelle que soit la mesure retenue (volume annuel de capitaux émis ou nombre d'émissions réalisées)[294] et quelle que soit la spécification retenue (y compris les interactions – non reportée).

L'économie exerce une influence relative puisque seule la croissance courante du PIB affecte directement et significativement la nature du financement net des entreprises. Plus la croissance économique est forte, plus les entreprises orientent leur financement vers les créanciers, confirmant H7. Cependant, les mesures qualitatives du cycle économique et les indicateurs avancés n'apportent aucune information directement.

Enfin, l'étude des interactions entre les variables spécifiques et les variables économiques est effectuée en deux temps : d'abord avec les estimateurs qualitatifs, ensuite avec ceux quantitatifs. Le contexte économique est appréhendé en considérant trois états de la nature : récession, neutre, expansion. L'intérêt des variables dichotomiques est de mettre facilement en évidence le comportement de financement selon un contexte favorable ou défavorable, par rapport au neutre. Aucune association n'apparaît entre le Q de Tobin et la nature du financement net durant les périodes de récession. L'association positive entre la nature du financement externe net et l'autofinancement disponible durant la récession et l'expansion, en confirmant les résultats précédents, suggère que contexte économique et marge discrétionnaire interagissent sur les choix de financement externe. L'influence de l'économie (mesurée par le taux annuel de croissance courante du PIB ou la structure à terme des taux d'intérêt) semble liée à son interaction avec le taux d'endettement et l'autofinancement disponible. L'ensemble de ces résultats est synthétisé par hypothèse dans le Tableau n° 52.

[294] Toutes les régressions ont été reproduites avec le nombre d'opérations réalisées chaque année sur le marché primaire, variable dont la relation avec la structure à terme des taux d'intérêt est plus tenue, afin de limiter les risques de colinéarité. Cependant, le test de Belsey, Kuh et Welsch et la stabilité des coefficients de régression ne permettent pas supposer que les conditions du modèle linéaire ne sont pas respectées (l'instabilité des coefficients est un symptôme des spécifications présentant une forte colinéarité des variables indépendantes).

Tableau n° 52 : Signe estimé des coefficients de régression.

Nature du	financement brut		financement net	
Variable	Signe	Résultat	Signe	Résultat
taux endettement	(+)	rejet H6	(+)	rejet H6
opportunités d'investissement	(0) ou (+)	rejet H6 en faveur de H7	(0)	rejet H6 rejet H7
autofinancement disponible	(-)	acceptation H6 rejet H7	(-)	acceptation H6 rejet H7
rentabilité de l'indice	(0)	rejet	(0)	rejet
variance de l'indice	(0)	rejet	(+)	acceptation
activité primaire	(0)	rejet H4	(0)	rejet H4
fluctuations économiques (sauf structure à terme)	(0)	rejet H6 et H7	(+)	rejet H6 renforcement H7
interactions entre les contrôles et les économiques (sauf structure à terme)	(-)	rejet H6 renforcement H7	(-)	rejet H6 renforcement H7

* * *

* *

*

Au vu des résultats obtenus, ni le niveau de flux internes disponibles, ni le niveau des flux externes collectés sur les marchés financiers ne dépendent sensiblement des conditions d'exploitation sur les marchés des biens et services. L'analyse des déterminants de la nature du financement externe, qu'il soit mesuré en brut à partir des émissions de titres ou en net en retenant les remboursements des créanciers financiers, conduit à des conclusions similaires. Au mieux, des interactions apparaissent entre les facteurs financiers traditionnels et l'environnement économique. La marge discrétionnaire dépend négativement de l'endettement selon l'environnement économique. Les dirigeants favorisent les créanciers lorsqu'ils se financent à l'extérieur ; d'autant plus que le taux d'endettement est important, mais d'autant moins qu'ils disposent de flux internes. Au total, l'influence de l'économie est très ambiguë, ce qui interdit la moindre généralisation, mais présente l'avantage de confirmer la théorie du sous-investissement ou de rejeter le caractère contraignant de l'endettement en toute circonstance. Finalement, excepté pour l'autofinancement disponible, l'hypothèse 6 ne trouve pas de support empirique fort. L'hypothèse 7 semble plus prometteuse, même si les résultats empiriques appellent à améliorer la spécification des tests empiriques.

Conclusion de la troisième partie

L'objectif de cette partie a été de tester le modèle des choix de financement selon les fluctuations économiques, observés tant sur le marché primaire qu'à partir des comptes des sociétés françaises de 1987 à 1997. La méthode de tests est non seulement adaptée à ces deux niveaux d'observations, mais encore à la double perspective théorique retenue. Sur le marché boursier, les fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire et les réactions des cours boursiers sur le compartiment secondaire sont censées résulter de l'influence de l'économie sur les déterminants des coûts de financement. Pour chaque entreprise, si l'environnement économique influe sur les coûts des relations entre ses partenaires financiers (y compris les dirigeants), leurs choix de financement, et leur structure financière, devraient dépendre des conditions d'exploitation des transactions. Les résultats des tests des hypothèses sont résumés dans le Tableau n° 53.

Tableau n° 53 : Récapitulatif des résultats empiriques.

Niveau macro	Niveau micro
Hypothèse 1 : acceptée	Hypothèse 4 : rejetée
Hypothèse 2 : acceptée	Hypothèse 5 : rejetée
Hypothèse 3 : rejetée	Hypothèse 6 : rejetée
	Hypothèse 7 : renforcée

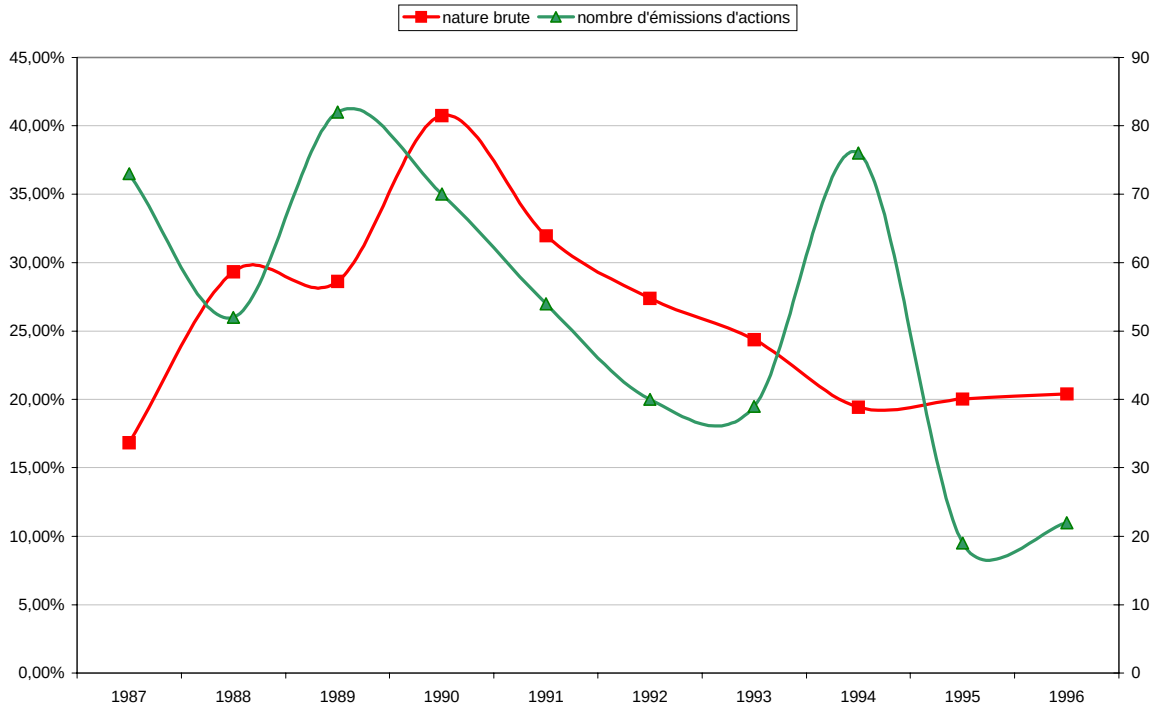
La démarche a consisté à établir une estimation des conditions de placement de nouvelles actions sur le marché primaire français. Celle-ci dépend de la conjoncture économique selon les résultats de l'observation entre 1982 et 1997 (H1). Il existe des périodes relativement actives (1986, 1989, 1990 puis 1994) et d'autres relativement peu propices à la réalisation d'opérations (1982 et 1983, 1996 et 1997). Néanmoins, ces périodes ne procurent pas un avantage informationnel à l'entreprise émettrice, car les réactions anormales des cours à l'annonce d'émissions d'actions ne dépendent pas du volume d'émissions (H3). Le facteur déterminant apparaît être la conjoncture économique, dans le sens où, à la fois le volume d'émissions et les taux de rentabilité

anormaux des cours sont positivement associés à celle-là (H2). Ces résultats empiriques constituent un argument de poids en faveur d'une préférence pour les fonds propres externes par les entreprises durant les phases de croissance (au niveau macro).

Cependant, l'observation des choix de financement des entreprises françaises non financières, présentes sur le marché boursier (SBF250) entre 1987 et 1997, ne permet pas de conclure aussi fortement à l'acceptation de cette hypothèse (au niveau micro). Ainsi, la théorie testée dans cette thèse, selon laquelle les fluctuations économiques affectent les décisions de financement des entreprises, est corroborée par l'analyse du marché financier (en retenant l'hypothèse de la sélection adverse) mais infirmée au niveau local (H4). Même si l'étude des variations de l'endettement de marché permet d'accepter l'hypothèse 5, selon laquelle les choix de financement des entreprises sont orientés vers les fonds propres en périodes d'expansion comparativement aux périodes de récession en raison des risques d'exploitation (des investissements) que les partenaires cherchent à réduire, il serait hasardeux d'accepter cette hypothèse lorsque les choix financiers sont appréhendés à partir de la nature de financement externe des entreprises. En étudiant de plus près le comportement de financement des dirigeants à travers les tests des hypothèses 6 et 7, au mieux des interactions apparaissent entre les variables financières traditionnelles et l'environnement économique. Par exemple, l'étude de la nature du financement montre que les dirigeants tendent à préférer les flux de liquidités collectés auprès des créanciers, lorsque le taux d'endettement est important durant les périodes où la structure à terme des taux d'intérêt est inversée.

Au total, cette recherche souligne clairement la nécessité de diversifier les estimateurs empiriques des variables financières et d'observer plusieurs niveaux d'analyse, afin d'améliorer la compréhension des choix de financement par la confrontation des diverses théories. À titre d'illustration, le Graphique n° 23 présente les comportements de financement observés simultanément aux deux niveaux d'analyse.

Graphique n° 23 : Comportements de financement des entreprises françaises entre 1987 et 1997.



Légende : L'échelle de gauche mesure la nature du financement brut externe des entreprises. Cet axe exprime le pourcentage médian du surplus de financement de l'investissement par les créanciers financiers comparativement au financement obtenu auprès des actionnaires. Les financements sont appréhendés à partir des émissions de titres. L'échelle de droite indique le nombre d'émissions d'actions réalisées annuellement sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1987 et 1997.

D'abord, l'influence des fluctuations économiques apparaît seulement dans la variabilité de la série des volumes d'émissions. En théorie, si les mêmes facteurs déterminent les choix de financement des entreprises aux mêmes moments, les deux courbes devraient évoluer de manière opposée. Or, durant l'expansion de 1989 et 1990, les entreprises se financent de plus en plus auprès des créanciers (40 % des dépenses d'investissement sont financées lors de la souscription de dettes financières, au-delà de celles financées par nouveaux fonds propres). Durant la phase de récession de 1991 à 1993, à la fois les volumes d'émissions d'actions tendent à se réduire et les dirigeants à limiter l'usage des dettes financières. Enfin, les nombreuses émissions d'actions réalisées en 1994, alors que le rythme de la croissance économique s'accélère, ne sont pas associées à un changement dans la préférence des dirigeants pour les fonds propres. En effet, ils continuent de collecter 20 % de leurs dépenses d'investissements auprès des créanciers, comparativement à la proportion financée par les actionnaires.

CONCLUSION GENERALE

La proposition d'un modèle théorique, fondé explicitement sur les modalités de choix de financement par les individus et l'influence des fluctuations économiques sur les facteurs déterminant les coûts de financement, est apparue comme un enjeu central de cette recherche. La formulation de deux questions de recherche a découlé des choix des théories de la finance organisationnelle, de l'environnement économique et des niveaux d'analyse. D'abord, l'activité d'émissions d'actions sur le compartiment primaire du marché boursier français est-elle liée à l'influence des fluctuations économiques sur les coûts contractuels des relations entre l'entreprise et ses partenaires financiers ? Ensuite, dans quelle mesure la structure de financement d'une entreprise est-elle déterminée par l'influence des fluctuations de l'activité macro-économique, à la fois sur les incitations de ses dirigeants à choisir les sources de financement et sur les intérêts de ses partenaires financiers à satisfaire les besoins de financement ? Plusieurs éléments de réponses ont été dégagés de la littérature financière. Ils sont synthétisés dans les apports théoriques (§A). La démarche de ce travail a aussi conduit à des apports empiriques importants (§B).

A) Les apports théoriques

L'enseignement majeur retiré de l'examen théorique des modèles financiers est que les décisions de financement peuvent résulter, soit d'un processus de négociation entre les partenaires financiers, soit de l'émergence et de la poursuite de stratégies personnelles de la part des dirigeants. La politique de financement apparaît dans le corpus de la théorie de la finance organisationnelle comme un moyen de réduire les conflits d'intérêts, à disposition des partenaires financiers et des dirigeants de l'entreprise. Plusieurs configurations ont été soutenues et confrontées. Les actionnaires actuels sont supposés chercher à réduire les coûts des conflits liés au risque de sélection adverse sur le marché financier, entre eux et les actionnaires potentiels. Dans l'objectif de limiter les coûts des conflits, liés au risque de sous optimalité de la politique

d'investissement et de financement, entre les créanciers financiers et les actionnaires, ces premiers peuvent viser à rationner le financement des entreprises. Les actionnaires et les dirigeants peuvent être tentés de contrôler la nature du financement de l'entreprise afin de réduire les conflits d'intérêts entre eux pour différentes raisons. D'un coté, si les actionnaires sont soucieux de la politique d'investissement mise en œuvre par leurs agents. De l'autre, si les dirigeants poursuivent des stratégies personnelles visant à sécuriser leur emploi ou à satisfaire leur besoin d'indépendance. Cependant, ces quatre hypothèses sont faiblement discriminantes, dans la mesure où elles avancent souvent des prédictions empiriques similaires.

Le premier intérêt du déplacement du débat vers le plan économique a été de favoriser la confrontation théorique de ces hypothèses, puis éventuellement d'identifier les détenteurs de la maîtrise des décisions de financement, selon les fluctuations économiques. En effet, les modèles présentés dans la seconde partie supposent que les coûts d'agence ne sont pas constants dans le temps, et évoluent selon le niveau d'activité économique de l'entreprise. D'abord, les fluctuations économiques influencent les flux de liquidités d'exploitation, les taux de rentabilité requis par les partenaires dans les entreprises et la valeur des actifs sur les marchés, alors même que celle-ci apparaît au centre des théories contractuelles. Ensuite, l'approche a conduit à s'interroger sur le caractère exogène des opportunités d'investissement. Plusieurs des hypothèses testées supposent que celles-ci sont déterminées sur les marchés des facteurs de production et des biens et services, donc dépendent directement du cycle macro-économique. Or, la réflexion menée dans cette thèse suggère que, si les opportunités d'investissement sont endogènes à l'organisation – c'est-à-dire émergent de la forme des contrats locaux entre les partenaires, la relation entre l'environnement économique et la valeur des actifs est probablement plastique (localement). En d'autres termes, la conception endogène entraîne la présence (en théorie) d'une autonomie décisionnelle locale des dirigeants ou d'une efficacité partielle des mécanismes organisationnels entourant les politiques d'investissement et de financement. L'introduction des fluctuations économiques visait à confronter ces approches sur les plans théorique et empirique.

Le second intérêt de la recherche a été de formuler les hypothèses au niveau macro, en hauteur par rapport aux équilibres de financement locaux, le niveau micro,

donc d'offrir des prédictions empiriques claires entre la politique de financement et les fluctuations économiques. Deux résultats ont émergé du modèle théorique en considérant que les chocs macro-économiques sont suffisamment importants pour influencer les choix de financement des entreprises, quelle que soit l'identité du partenaire qui contraint les choix de financement. Les volumes d'émissions d'actions devraient être plus importants lorsque l'économie est en phase de croissance. Les entreprises devraient augmenter leur financement par nouveaux fonds propres comparativement à celui obtenu auprès des créanciers financiers, lorsque les conditions d'exploitation sont favorables. Autrement dit, les théories testées proposent des prédictions empiriques simultanément, quel que soit le niveau d'analyse, selon les fluctuations économiques.

Parallèlement aux apports théoriques, cette recherche aboutit à plusieurs éléments empiriques de poids.

B) Les apports empiriques

L'attrait de la partie empirique réside en deux points. D'abord, les résultats obtenus permettent d'affirmer que la connaissance de la conjoncture économique améliore la compréhension des décisions de financement. Enfin, plusieurs théories en concurrence sont éliminées. Cependant, l'organisation des niveaux d'analyse macro et micro fait apparaître une dissonance dans les théories du financement hiérarchique.

1/ Les fluctuations économiques influent sur les choix de financement observés des entreprises

Les prédictions empiriques précédentes sont validées, notamment selon différentes méthodologies statistiques et différentes variables définies alternativement. L'existence empirique de liens entre les choix de financement et les cycles économiques est établie, *a minima*, sur le compartiment primaire et secondaire du marché boursier

parisien entre 1982 et 1997. Le nombre d'émissions d'actions et les montants collectés lors de leurs réalisations par les entreprises sont sensiblement plus importants durant les périodes où la croissance économique est supérieure à sa tendance à long terme. Les conditions qui prévalent sur le marché primaire sont persistantes et la hausse des cours boursiers tend à limiter le nombre d'émissions plutôt qu'à l'accroître. Le ralentissement de l'activité économique tend à « refroidir » l'activité primaire. Selon les résultats présentés, l'activité importante de placement de nouvelles actions en 1994 est étroitement liée au retournement conjoncturel fin 1993. À cette période, les réactions des cours à l'annonce d'une émission d'actions ne sont pas cependant plus favorables aux émetteurs, même s'ils sont plus nombreux sur le marché. Néanmoins, les taux de rentabilité anormaux à l'annonce d'une émission sont d'autant plus élevés que la conjoncture économique s'améliore, en considérant que la structure à terme des taux d'intérêt est un indicateur avancé efficace de celle-ci. De plus, la réaction des cours sur le compartiment secondaire ne dépend pas de l'activité sur le compartiment primaire.

La construction théorique du modèle suppose une symétrie des prédictions entre le niveau macro et micro. Autrement dit, que les facteurs à l'origine de la relation entre l'activité macro-économique et l'activité primaire exercent une influence sur le comportement de financement de chaque entreprise. Or, plusieurs des théories de l'influence des fluctuations économique sur les coûts contractuels de financement au niveau local, qui sont en concurrence, n'apparaissent pas adaptées pour expliquer les comportements observés.

2/ Les hypothèses non adaptées sont éliminées

D'abord, des volumes d'émissions d'actions importants n'entraînent pas une préférence généralisée des entreprises pour les nouveaux fonds propres, sur l'échantillon observé entre 1987 et 1997. Donc, à supposer qu'une augmentation du volume d'émissions traduise une diminution du coût de sélection adverse, celui-ci n'est pas un déterminant important des choix de financement des dirigeants.

Ensuite, l'hypothèse, d'un ajustement des structures financières durant le cycle économique en raison des économies de coûts d'agence (liés aux transferts de richesse induits par les investissements entre actionnaires et créanciers) qui en résulteraient, est clairement rejetée par les tests sur l'échantillon observé. En effet, les taux d'endettement sont positivement associés à l'investissement des entreprises, alors que la théorie suggère le contraire.

Enfin, l'hypothèse d'une préférence, en toute circonstance, des dirigeants français pour les fonds propres (afin de limiter la contrainte de la dette) est aussi rejetée selon les tests réalisés sur la nature de financement des entreprises entre 1987 et 1997. Qui plus est, si les dirigeants contrôlent les choix financiers et qu'ils cherchent à accroître leur marge discrétionnaire, les tests tendent à supporter la prédiction du modèle selon laquelle ils favorisent le financement auprès des créanciers durant les périodes d'expansion. Cependant, aucune influence directe de l'économie n'apparaît sur le niveau des flux de liquidités internes disponibles pour l'investissement (après remboursements des dettes financières antérieures). Néanmoins, indirectement, les résultats confirment que l'endettement contraint la marge discrétionnaire essentiellement lorsque l'écart à terme de taux d'intérêts est faible, au point de retournement conjoncturel haut.

Ces résultats créent un effet désagréable dans la phase de test de la théorie, puisque les conclusions divergent selon le niveau d'analyse. Cette dissonance entre l'analyse en hauteur et dans le détail, tend à réduire la validation de la théorie du financement hiérarchique. En effet, les concentrations des émissions d'actions durant les périodes particulièrement actives sur le plan macro-économique, ne signifient pas nécessairement que les entreprises se financent en priorité par fonds propres externes. Si cette recherche a été articulée afin d'offrir un test original de la théorie financière organisationnelle, plusieurs limites empiriques et interrogations subsistent néanmoins. Ces dernières constituent autant de voies de recherches futures.

C) Limites et ouvertures

La première limite est liée au problème de l'identification des partenaires qui maîtrisent la politique de financement. Son dépassement favoriserait l'harmonie des conclusions entre les niveaux d'analyse. Plus précisément, la seconde limite tient à la question de la contrainte que les partenaires financiers peuvent exercer sur les modalités de financement des entreprises.

Une des avancées des théories contractuelles actuelles est qu'elles opposent deux perspectives des déterminants des choix de financement : les partenaires ou les dirigeants. La contribution de cette recherche est d'interroger la stabilité des rapports de pouvoir entre eux. L'introduction des fluctuations économiques dans le modèle devait permettre d'obtenir des régularités testables selon le détenteur des choix de financement. Au vu des résultats des tests de H1 et H2, les volumes d'émissions et les réactions des cours à leurs annonces semblent dépendre de facteurs non spécifique. Dans l'état des tests réalisés des autres hypothèses, les facteurs spécifiques sont appréhendés en partie dans l'effet individuel (fixe ou aléatoire), isolé par la méthode des données de panel. Les résultats obtenus ne permettent pas de conclure sur ce point de recherche, qui est développé récemment dans le modèle de Douglas (2002).

Les travaux de Korajczyk et Levy (2002) suggèrent une limite de la présente recherche. Selon eux, non seulement les conditions macro-économiques et les facteurs spécifiques dirigent les choix de financement, mais encore, ils soutiennent que les réactions de ces derniers à la conjoncture économique dépendent du degré avec lequel l'entreprise peut accéder au marché financier. En d'autres termes, les entreprises qui font face à une contrainte de financement pourraient ne pas choisir leur structure de financement de la même manière que celles non contraintes financièrement. Sur la période de 1984 à 1998, ils observent sur des données américaines que seules les entreprises non contraintes présentent un endettement qui est contra cyclique avec les conditions macro-économiques. De plus, une partie importante de la variabilité des taux d'endettement est traduite par les variables économiques pour ces firmes. Néanmoins, ils observent aussi que les entreprises contraintes financièrement augmentent leur endettement avec la croissance économique et que l'influence des facteurs macro-économiques est moindre.

Les voies de recherches visent à tester de nouvelles hypothèses dans le cadre théorique obtenu grâce aux données empiriques d'une part, et de l'élargir d'autre part.

Outre l'introduction de la contrainte de financement, l'analyse des rachats d'actions pourrait constituer un terrain d'étude fertile pour éprouver les hypothèses de la politique de financement selon les fluctuations macro-économiques à partir du modèle théorique développé ici. En effet, trois hypothèses, compatibles avec le cadre présenté, concourent pour expliquer l'intérêt des dirigeants à procéder aux rachats des titres de leurs sociétés. Aborder le problème en retenant la dimension temps permettrait de confronter la théorie de l'enracinement, l'hypothèse du signalement et celle des flux de liquidités discrétionnaires.

Le cadre théorique proposé permet aussi de confronter les théories du financement hiérarchique et du compromis à partir des informations financières disponibles, selon la conjoncture économique. Actuellement, les résultats ne sont pas en faveur de la théorie du financement hiérarchique de Myers (1984), mais les propositions de la théorie du compromis n'ont pas encore été testées. En effet, Les fluctuations de l'activité primaire confirment la théorie du financement hiérarchique dans le sens où les périodes de faibles coûts d'asymétrie d'information concentrent un nombre important d'émissions d'actions. De ce point de vue la théorie n'est pas infirmée. Néanmoins, cette dernière devrait se traduire au niveau local par une augmentation des fonds propres externes durant les périodes à faibles coûts informationnels. Or, la nature du financement de chaque entreprise ne dépend pas du volume d'émissions ou de ses fluctuations. L'épreuve empirique de la théorie de la structure optimale nécessite de tester si l'écart entre l'endettement réalisé et l'estimation d'un ratio cible dépend des fluctuations économiques. Fama et French (2002) ont développé des tests de ces théories à partir de leurs travaux de 1999. Qui plus est, l'économétrie des données de panel permet de nouvelles confrontations de ces théories, notamment sur le plan international.

Enfin, la recherche conduit à s'interroger sur la mesure dans laquelle les décisions de financement des entreprises permettent d'anticiper le climat économique, puis éventuellement si la *gouvernance* influe sur la croissance économique. Ainsi, si les

informations sur les conditions d'émissions des titres sont contemporaines, il est plus rapide d'observer l'activité primaire que les comptes de la nation.

ANNEXES

1. Présentation du modèle de Myers et Majluf (1984)……. p. 410

2. Précision sur les notions de fluctuations économiques ……p. 415

3. Mise en évidence de la relation entre flux et activité à partir de la formule de la VAN.……. p. 428

4. Les modèles de données de panel……. p. 430

1. Présentation du modèle de Myers et Majluf (1984)

L'effet des fluctuations économiques dans le modèle de Myers et Majluf (1984) est mis en évidence à partir de la version du *Journal of Financial Economics*.

A) *Le modèle de Myers et Majluf*

Les hypothèses de départ concernant l'environnement du modèle détaillées dans l'article original, ne sont pas présentées. La principale proposition du modèle est qu'en raison de l'asymétrie d'information concernant la valeur des actifs de l'entreprise entre les dirigeants et les investisseurs sur le marché, certaines entreprises peuvent être amenées à ne pas investir dans des projets créateurs de valeur économique, afin de maximiser la richesse des actionnaires existants. L'exemple du texte original est repris afin de montrer l'enchaînement du jeu avec la notation originale. Il existe deux entreprises sur le marché : S = 1 ou 2. Chacune possède des actifs en place de valeur = a et un projet d'investissement de coût I = 100 et de VAN = b. Les deux entreprises ne possédant ni trésorerie, ni capacité d'emprunt suffisantes pour financer l'investissement, elles peuvent recourir à une augmentation de capital afin d'obtenir le financement nécessaire. Le modèle montre que la firme sous-évaluée par le marché peut être amenée à ne pas investir dans le projet, car cela conduit à réduire la richesse de ces anciens actionnaires. La démonstration s'appuie sur la valeur des actions des actionnaires existants V^{old}, pour les deux possibilités du jeu – ne pas émettre ni investir ou émettre et investir. Les valeurs des actifs des deux firmes sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau n° 54 : Exemple de paramètres du modèle de Myers et Majluf (1984).

	Firme : S_1	*Firme* : S_2
Valeur des actifs en place	a = 50	a = 150
Valeur nette du projet	b = 10	b = 20

Conformément à la rationalité des investisseurs, la valeur moyenne des actions attribuée par le marché est [(150+20) + (50+10)] / 2 = 115 = P'

La valeur des actions des anciens actionnaires V^{old} est la part - pourcentage du capital - détenue de la valeur de marché de la firme V tel que $V = V^{old} + V^{new}$. Soit dans le cas de l'émission pour l'entreprise S_1 :

$V_{s1} = V^{old} + V^{new} = (50 + 10) + 100 = 160$
$V^{old} = P'/(P'+E)\ x\ V = 115/215\ x\ 160 = 85{,}58$
$V^{new} = E/(P'+E)\ x\ V = 100/215\ x\ 160 = 74{,}42$

et pour l'entreprise S_2 :

$V_{s2} = V^{old} + V^{new} = (150 + 20) + 100 = 270$
$V^{old} = P'/(P'+E)\ x\ V = 115/215\ x\ 270 = 144{,}42$
$V^{new} = E/(P'+E)\ x\ V = 100/215\ x\ 270 = 125{,}58$

Les évaluations des investisseurs sont en moyenne « rationnelles ». Toutefois, le jeu n'est pas un équilibre de Nash car le dirigeant de la firme S_2 a intérêt à ne pas émettre et ne pas investir afin de maximiser la valeur des actions des anciens actionnaires. En effet, seuls les actionnaires de la firme S_1 sont plus riches après l'émission d'actions, alors que les actionnaires de la firme S_2 sont moins riches. Cela est résumé dans le tableau suivant :

V^{old}	*Investir– Emission*	*Ne pas investir*
Firme : S_1	85,58	50
Firme : S_2	144,42	150

Le marché déduit de l'annonce d'une émission d'actions que l'émetteur est du type de la firme S_1, c'est-à-dire que les titres de l'entreprise sont surévalués.

En conclusion, les auteurs notent que le résultat des stratégies dépend des paramètres de départ (a et b). Plus généralement, en supposant qu'il n'y a pas de disponibilités financières, la richesse des anciens actionnaires s'exprime par :

$V^{old} = P' / (P' + E)\ x\ (E + a + b)$.

Le critère de choix de la stratégie d'émission et d'investissement du dirigeant est obtenu par la comparaison de V^{old} dans le cas où E > 0 et b > 0 par rapport au cas où E = b = 0. Soit :

Équation n° 45 : $a < P'/(P'+E) \times (E + a + b)$

$\Leftrightarrow$ $a / P' < (E + b) / E$

Compte tenu des hypothèses (a>0 et b>0), cette équation permet de définir un ensemble de réalisation de valeurs des actifs pour lesquelles la stratégie d'émission est optimale pour les actionnaires existants (cf. Graphique n° 24).

B) Le modèle revisité avec un effet cyclique sur la valeur des actifs

L'influence des fluctuations économiques n'est pas spécifique à l'entreprise, ni à la nature de l'actif détenu. Afin d'incorporer l'effet de ces fluctuations, il suffit d'exprimer la valeur des actifs en fonction du taux de croissance de l'activité économique ; les paramètres sont multipliés par un indicateur de la phase d'un cycle, ce qui permet d'obtenir le tableau suivant à partir du Tableau n° 54 précédent.

$\theta = 0,6$	*Firme* : S_1	*Firme* : S_2
Valeur des actifs en place	a = 50×1,6 = 80	a = 150×1,6 = 240
Valeur nette du projet	b = 10×1,6 = 16	b = 20×1,6 = 32

L'estimation de la richesse des actionnaires obtenue est résumée dans le tableau suivant. L'intérêt des anciens actionnaires des deux entreprises est de réaliser l'émission d'actions et l'investissement.

	Investir– Émission	*Ne pas investir*
Firme : S_1	127	80
Firme : S_2	241	240

Avec les valeurs de départ de Myers et Majluf et un accroissement de 60%, le jeu est équilibré mais non révélateur (limite incluse dans le modèle d'origine). Dans ces conditions, la décision d'augmenter le capital n'est pas révélatrice d'une surévaluation des entreprises. Plus généralement, l'introduction du cycle économique dans le modèle, indiquée dans les équations ci-dessous, conduit aux propositions suivantes :

- Le prix des actions des anciens actionnaires varie proportionnellement avec la croissance de l'activité économique, c'est-à-dire qu'à une phase d'expansion économique correspond une hausse générale des cours des actions sur le marché ;
- Le montant de financement à demander se réduit relativement à la valeur des actifs des entreprises durant les phases de croissance et augmente durant les récessions ;
- Le nombre d'émetteurs sur le marché varie en fonction du contexte économique ;
- La réaction des cours à l'annonce d'émissions est nulle si la décision n'est pas révélatrice d'une sur évaluation.

L'équation n° 45 devient :

Équation n° 46 : $(1+\theta).a < P'(\theta) / (P'(\theta) + E) . (E + (1+\theta).a + (1+\theta).b)$

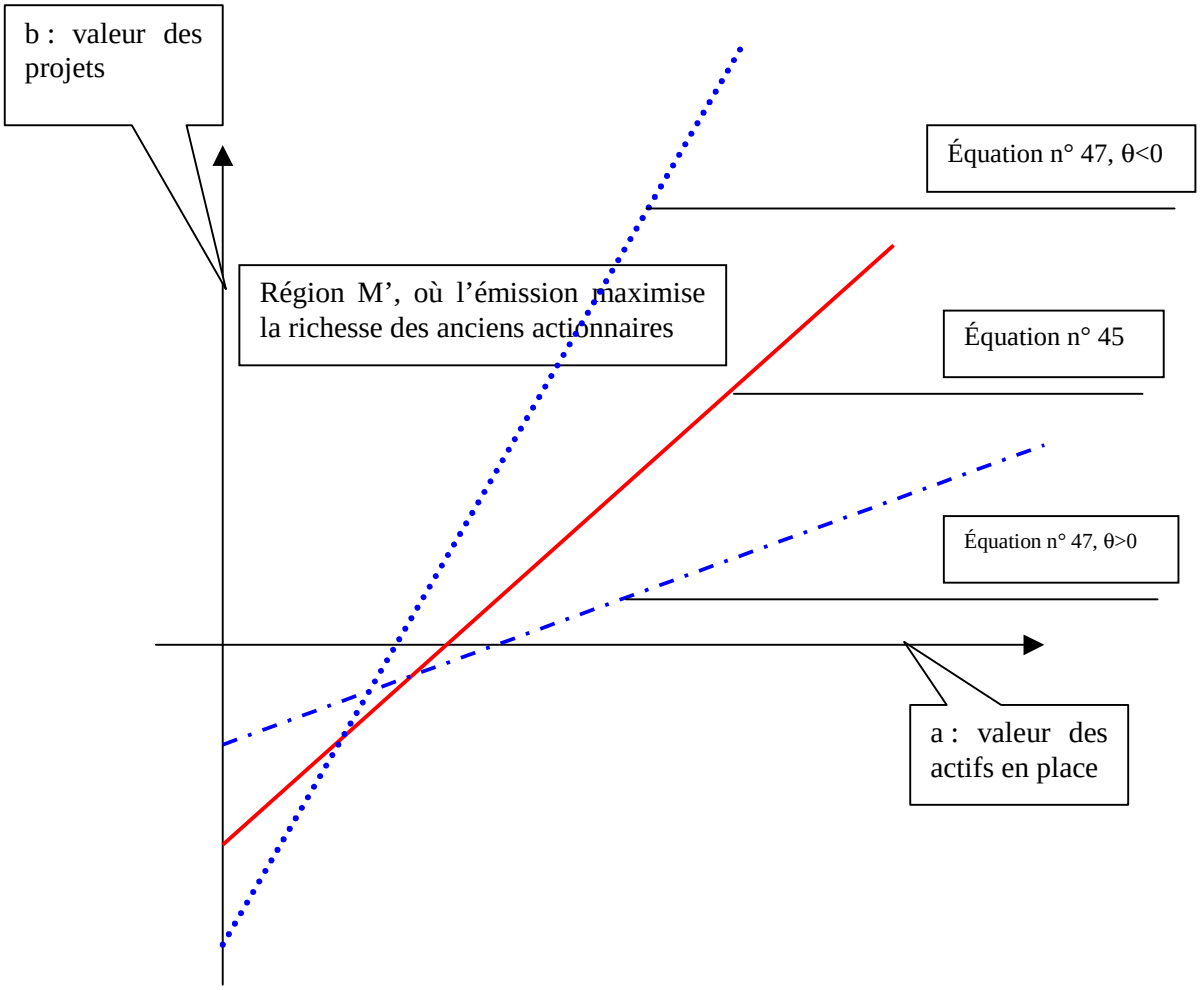
où $P'(\theta) = (1+ \theta)P'$, puisque tous les actifs sont supposés affectés par les fluctuations économiques de manière identique, la valeur moyenne est affectée de la même manière. En réorganisant les termes, l'équation n° 47 est obtenue à partir de l'équation n° 46 :

Équation n° 47 : $E/P'(\theta).a - E/(1+ \theta) < b$

Sur le Graphique n° 24, si $\theta > 0$, l'économie est dans une phase d'expansion, et la région d'émission M' s'accroît – région des valeurs des actifs des entreprises susceptibles d'effectuer une augmentation de capital. Si $\theta < 0$, l'économie est en récession, et il s'en suit une réduction de la zone d'émission. Le montant à émettre se réduit, et le prix de marché s'accroît.

En conclusion, les stratégies suivies par les dirigeants en matière d'émission d'actions sur le marché sont censées dépendre de la valeur relative des actifs. L'équilibre du modèle n'est pas nécessairement révélateur. En effet, le nombre d'entreprises susceptibles de se financer par le marché peut s'accroître rapidement lorsque l'économie connaît une croissance soutenue. Inversement, une forte récession économique peut réduire rapidement le nombre potentiel d'émetteurs sur le marché boursier.

Graphique n° 24 : Région d'émission d'actions en fonction du contexte économique à partir du modèle de Myers et Majluf (1984).



2. Précision sur les notions de fluctuations économiques

Cette annexe présente les définitions, les estimations empiriques des concepts économiques qui sont impliqués dans le modèle théorique présenté. Ainsi, les indicateurs du cycle économique sont traditionnellement utilisés afin d'estimer les flux internes des entreprises dans les études financières. Par exemple Chen, Roll et Ross (1986) ou Fama (1990 b) utilisent le taux de croissance de la production industrielle comme un estimateur des flux de liquidités anticipés des entreprises. Fama et French (1989) utilisent les variables macro-économiques afin d'appréhender les risques de taux et de défaut. Une étude sur des données françaises d'Artus et Kaabi (1994) trouve une corrélation de 0,97 entre la valeur ajoutée des sociétés et le PIB marchand en valeur. À partir de coupes transversales sur données individuelles, Block et Coeuré (1995) estiment que les flux de liquidités sont négativement liés aux productions sectorielles, notamment durant la phase descendante du cycle de 1990. Paranque et Cieply (1997) trouvent que les variations de la valeur ajoutée des entreprises suivent l'évolution du PIB de manière plus amplifiée durant les périodes de retournement du cycle économique. Cependant, compte tenu de la diversité des théories économiques à propos du cycle d'affaires, les termes usités doivent être définis en toute rigueur, avant de présenter la conjoncture économique française durant laquelle les comportements de financement sont observés.

A) Résumé des définitions des fluctuations économiques

Les caractères généraux des cycles économiques ressortant d'une littérature pléthorique sont au nombre de trois. Tout d'abord, les fluctuations économiques retenues durant le 18^{éme} et la première moitié du 19^{éme} siècle apparaissent comme une régularité de mouvements oscillatoires du revenu, de la valeur et de la production. Les

études de Juglar (1862), Kitchin (1923), Kondratieff (1922) et Schumpeter (1939)[295] identifient les fluctuations économiques par les mouvements de longue période des quantités produites et consommées d'un bien et, simultanément, par les variations de prix. Un deuxième point commun aux travaux de nombreux auteurs est la nature conjointe des fluctuations dans diverses industries. Toutefois ces co-mouvements présentent des décalages temporaires. Ainsi, les industries fabriquant des biens intermédiaires présentent des fluctuations de plus fortes amplitudes antérieures à celles des industries des biens de consommations. Enfin, le troisième point essentiel est la nature récurrente du phénomène lui conférant le terme de cycle ; toutefois celui-ci sous-entend la notion de modélisation mathématique contrairement à la notion de fluctuation qui est préférée dans cette thèse. Burns et Mitchell (1946, p. 3) fournissent une définition technique : « Les cycles des affaires sont une sorte de fluctuation que l'on rencontre dans l'activité économique agrégée des pays où la production est essentiellement le fait d'entreprises : un cycle se compose d'expansions qui interviennent à peu près simultanément dans de nombreuses activités économiques, suivies de manière toute aussi répandue par des récessions, des contractions, puis des reprises qui se fondent dans la phase d'expansion du prochain cycle… ». En général, il est d'usage d'étudier le cycle économique comme l'alternance de phases de hausse puis de baisse de quantités échangées. Pareillement, les notions d'expansion et de récession sont définies par un paramètre θ_t. Celui-ci est un vecteur des principaux indicateurs économiques[296] à la date t, et un bruit ε qui correspond aux chocs économiques engendrant les fluctuations.

Équation n° 48 : $\theta_t = \alpha\theta_{t-1} + \varepsilon_t$

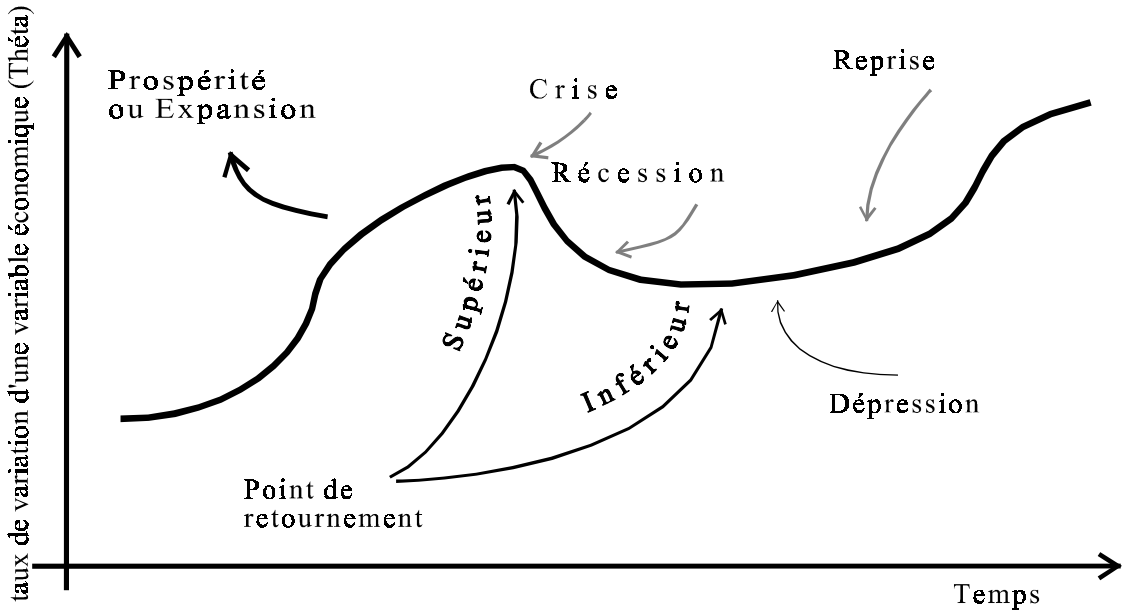
Une récession est définie comme une suite de θ où θ_t est inférieur à θ_{t-1}. Une expansion est définie comme une suite de θ où θ_t est supérieur à θ_{t-1}. Il est possible de définir un vecteur θ à différents niveaux, comme précédemment au niveau macro-

[295] KITCHIN J., 1923, "Cycles and trends in economic factors", *Review of Economic and Statistics*, Janvier ; JUGLAR C., 1905, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats Unis*, Paris. KONDRATIEFF N.D., 1928, « La dynamique des prix et des produits agricoles », *Voprosy konjunktury*, Moscou.

[296] taux de croissance du PIB, structure des taux d'intérêt, *etc*…

économique, mais également au niveau sectoriel grâce à la production ou de la branche d'activité comme les enquêtes de conjonctures de l'INSEE[297]. Une récession est définie comme la période qui sépare un point de retournement haut et un point de retournement bas (*a peak and a trough*), et l'expansion, comme la période du point de retournement bas au point de retournement haut. Afin de clarifier les termes économiques utilisés, le Graphique n° 25 représente les définitions du cycle d'affaires de Schumpeter (1939) à propos du taux de variation de la production industrielle.

Graphique n° 25 : Représentation des termes économiques.



Selon Marchal (1954)[298], le terme « crise » possède un double sens. Au sens technique de la théorie du cycle économique, la crise est le point de renversement du mouvement ascendant, le passage de la prospérité à la dépression. Au sens courant, le mot crise caractérise une période marquée par des difficultés financières aiguës. Par « dépression », il faut entendre un état de choses dans lequel le volume de la consommation par habitant, le volume de la production par habitant, la population active vont en diminuant ou sont inférieurs à la normale en ce sens qu'il demeure des ressources inutilisées. La « prospérité », au contraire, est un état de choses dans lequel

[297] D'ailleurs, celui-ci considère une récession comme une succession sur au moins deux trimestres consécutifs de baisse du PIB.

[298] p. 182-183, "*Fluctuations Économiques*", Ed Domat Montchrestien, Paris.

le revenu réel consommé, le revenu réel produit, et le nombre des ouvriers occupés sont élevés ou augmentant et où il n'y a guère de ressources inutilisées. Le cycle économique au sens général est l'alternance des phases de prospérité et de dépression. L'objet d'étude des théories du cycle économique consiste dans l'explication de la durée et de l'amplitude des fluctuations macro-économiques. Le problème est maintenant de proposer une estimation empirique des fluctuations économiques susceptible d'être introduite dans les tests d'hypothèses financières.

B) La pratique empirique des fluctuations économiques

L'estimation des variables économiques s'effectue en supposant la nature des fluctuations de l'activité macro-économique ou du contexte économique. Les premières peuvent être appréhendées, semble-t-il, grâce à des estimateurs essentiellement quantitatifs et le second correspond à une notion plus qualitative. Le principal intérêt de cette distinction est de diversifier les estimateurs afin d'apprécier le biais lié à l'imperfection des mesures statistiques et d'accroître le pouvoir explicatif de la théorie. Cependant, elles sont mesurées *ex-post*. La conjoncture économique pourrait être appréhendée par les sentiments des dirigeants, tels qu'ils apparaissent dans les enquêtes de conjonctures.

1/ Les mesures quantitatives des cycles économiques

La production industrielle de la nation et l'emploi sont les principales variables utilisées par les organismes spécialisés (INSEE, NBER) pour dater les points de retournement du cycle d'affaires. L'activité sur le marché des biens et services peut être mesurée directement, par la production industrielle des entreprises, et indirectement, à travers des indicateurs qui lui sont corrélés (la structure à terme des taux et écart de qualité).

L'évolution de l'activité est mesurée par une variable $\mathbf{PIB}_t$ qui est le taux de croissance de la production intérieure brute, soit en volume, soit en francs courant. Celui-ci peut être mesuré sur différents horizons, par exemple sur les 4 trimestres suivants le mois t $(L^{-4}-1)\ln(PI_t)$. L est l'opérateur de décalage utilisé dans les séries chronologiques. Les agents peuvent utiliser des estimateurs avancés de l'activité économique, constitués notamment des structures à terme et de défaut des taux d'intérêt (Fama et French, 1989 et Fama, 1990). Les indicateurs avancés utilisés par Bercy sont la consommation d'énergie dans l'industrie, l'activité dans les ciments et liants et dans les papiers d'emballages.

La variable structure à terme des taux d'intérêt représente l'écart entre le taux long terme et le taux à court terme à la fin du mois t ; c'est-à-dire le *spread* logarithmique entre le taux de rendement à l'émission des emprunts état à long terme (INSEE) et le taux de l'argent au jour le jour (AFB), dont la source est l'Année Boursière. Les fluctuations de l'activité économique peuvent être appréhendées à partir de la structure à terme des taux d'intérêt[299]. Le taux court terme représente les tensions monétaires de l'économie ; le taux à long terme représente la croissance potentielle de l'économie. L'écart de taux diminue durant les phases d'expansion de la production. L'inversion de la structure des taux - moment où le taux à court terme devient supérieur au taux à long terme – coïncide souvent avec le pic conjoncturel. Cette inversion représente l'entrée en récession de l'économie. Le retour à une forme 'normale' *i.e.* positive, de la structure précède régulièrement la reprise de l'activité économique. La prime de taux augmente durant les périodes de récession et à la sortie de la crise économique. L'augmentation du *spread* de taux par terme accompagne l'anticipation des agents rationnels d'un accroissement de l'activité réelle.

---

[299] La justification théorique (assez monétaire) est la suivante. L'approche du pic conjoncturel s'accompagne d'une hausse des taux courts en raison des besoins monétaires nécessaires aux transactions à réaliser (en croissance), et de la volonté des autorités monétaires de limiter l'inflation (sur les prix des facteurs de production se raréfiant). Si cette lutte est efficace, les taux longs ne devraient pas évoluer ou si les anticipations sur la production à long terme des investisseurs ne sont pas modifiées, cela engendre une inversion de la structure. La restauration d'une structure ordinaire s'obtient lorsque à la fin de la récession - au creux de l'activité - lorsque le niveau des transactions est faible et le risque d'inflation. (Cette explication ne tient pas compte des facteurs exogènes liés à la modernisation des marchés de capitaux, fortement intégrés au niveau international ; et se fonde sur un mode d'anticipations des agents particulier.) Une autre explication est qu'un investisseur qui anticipe une récession (une expansion) dans l'année sera plus (moins) intéressé à demander une obligation d'échéance inférieure à un an, car il anticipe une baisse (hausse) des taux et une hausse (baisse) des cours, et ainsi, il faut réduire (accroître) le taux d'intérêt courant sur les titres à un an.

L'écart de qualité de signature (*default spread*) mesure, pour une échéance donnée, la différence entre le taux actuariel des emprunts des entreprises privées de qualité Baa et le taux actuariel des bons du Trésor public. Cette mesure permet d'appréhender la prime de risque requise par le marché pour des placements de terme identique mais de risque différent. Cette variable est liée au cycle économique dans la mesure où les fluctuations de l'activité macro-économique sont supposées affecter en priorité les résultats d'exploitation des entreprises et donc le risque de défaillance des remboursements des emprunts. Ainsi, durant les périodes de récession, l'écart de qualité est plus important que durant les périodes d'expansion économique (du point de retournement haut au point de retournement bas).

Pour finir, les méthodes statistiques de mesures des variables économiques ne sont pas neutres vis-à-vis des théories économiques[300]. Afin de limiter l'influence des biais dans les tests d'hypothèses, une mesure qualitative est substituée à celle quantitative.

2/ Les mesures qualitatives du contexte économique

Ce paragraphe vise à proposer une appréciation du contexte économique sur le plan empirique qui soit cohérente avec la conception de l'environnement économique dans les modèles théoriques présentés. À la définition traditionnelle de Burns et Mitchell (1946), certains privilégient la définition de Lucas (1977) selon laquelle le cycle économique correspond à l'écart en niveau du PIB par rapport à sa tendance à

[300] Ainsi, la plupart des outils modernes permettant de décomposer une série temporelle en une partie tendancielle et l'autre cyclique sont développés dans le paradigme des cycles réels. La tendance, stochastique, est liée aux aléas et aux chocs technologiques et monétaires ; alors que le cycle, stochastique mais stationnaire - c'est-à-dire qu'il présente une nature identique en tout point du temps - représente l'ensemble des mécanismes économiques réguliers qui constituent l'économie. Dans ce cadre, les innovations sur les cycles et celles sur la tendance sont indépendantes, ce qui permet la décomposition effectuée par Harvey (1985, 1994). Cette approche donne naissance aux modèles à tendance régulière lisse. Dès lors, l'outil statistique utilisé est nécessairement biaisé vers une conception particulière de l'économie. Un point de vue opposé serait de considérer une tendance stationnaire et la différence entre la série et sa tendance, constituant ce que l'on appelle les fluctuations, comprenant donc le cycle, les irrégularités et, à l'occasion, les effets saisonniers.

long terme[301]. Cela suppose une décomposition du PIB en une composante tendancielle et l'identification des fluctuations ; ni la théorie économique, ni la pratique empirique ne fournissent un consensus sur la ou les méthodes à employer. Au final, le choix d'une technique de décomposition est souvent fonction d'*a priori* théoriques sur la réalité du cycle[302].

Cependant, l'étude proposée peut se satisfaire d'une précision moindre dans la mesure où la fréquence d'observation des variables financières est annuelle et que les différentes techniques conduisent à des résultats relativement similaires. Allard (1994) propose un calendrier des cycles de l'économie française en comparant plusieurs modélisations d'estimation de la tendance (reproduit dans le Tableau n° 55). Selon lui, la durée moyenne des cycles majeurs serait de 8 ans, soit une trentaine de trimestres et la durée des cycles mineurs est d'environ 3 ans (sur l'ensemble de la période observée de 1946 à 1994). Compte tenu de la diversité avec laquelle le contexte économique est appréhendé tant sur le plan théorique qu'empirique, la méthode retenue dans cette thèse est de constituer, dans un premier temps, les séries codifiant les années observées en différentes phases du cycle d'affaires et de s'interroger, dans un second temps, si chacune rend compte des variations de la production industrielle.

[301] La rareté des périodes de croissance négative en France depuis la seconde guerre mondiale conduit à appréhender les fluctuations économiques comme les accélérations et les ralentissements du taux de croissance de la production. Les points de retournement conjoncturel sont identifiés à partir des écarts les plus importants.

[302] Une solution alternative est de réaliser une ACP sur les données économiques. En effet, la méthode précédente suppose un mode de codification des contextes économiques et une analyse *a posteriori*. L'alternative consiste à considérer une technique statistique regroupant les données selon plusieurs axes sur lesquelles sont positionnées les années, afin de codifier le cycle.

Tableau n° 55 : Cycles conjoncturels majeurs et mineurs de l'économie française entre 1981 et 1994 (Source : Allard 1994, p. 28).

	Allard (1994 p.28)	Fayolle (1994, p. 465)	Portier (1994, p. 15)
Creux	**1981:1**	**1981:1**	**1981:1**
Pic	1982:2	1982:2	1982:2
Creux	**1985:1**	**1985:1**	**1985:1**
Pic	1986:2	1986:2	1986:2
Creux	**1987:1**	**1987:1**	**1987:1**
Pic	1990:1	1990:1	1989:2
Creux	**1994:1**		

Légende : Allard (1994) utilise la série d'écarts de PIB estimée par la méthode de Hodrick et Prescott (1980). Fayolle (1994) utilise une démarche d'identification par lissage par moyenne mobile de 25 trimestres. La chronologie de Portier (1994) est établie à partir d'un découpage de l'OCDE.

a) Construction des variables économiques utilisées dans les tests

En reprenant l'analyse de Allard (1994), la première série identifie les années où les pics et les creux conjoncturels sont atteints. L'intérêt de cette mesure est de ne prendre en compte que les années durant lesquelles il y a un changement durable d'orientation (du rythme) de la croissance économique. La deuxième mesure de contexte économique considère les phases du cycle économique entre les retournements conjoncturels, ce qui revient à classer tous les états de la nature en deux catégories : l'expansion et la récession. C'est la solution traditionnellement retenue par les études s'appuyant sur la définition du NBER, comme par exemple celle de Choe *et al.* (1993). Cependant, la diversité des conditions économiques d'exploitation pourrait être difficilement reproduite dans une variable booléenne. La troisième et dernière mesure s'appuie sur l'importance de l'écart entre le taux trimestriel de croissance économique et la tendance (la moyenne). Krainer (1999) identifie les phases du cycle d'affaires français en considérant un intervalle de plus ou moins 1,5 fois la variance autour de la moyenne. Le Tableau n° 56 reproduit le calendrier économique durant la période étudiée et les valeurs des séries statistiques en fin d'année. Une codification plus précise est utilisée lorsque la périodicité des variables est trimestrielle.

Tableau n° 56 : États de l'économie des observations de structures financières.

Partie A.

Année	Contexte économique			Variation Annuelle du PIB Brut	Variation Annuelle du PIB Courant
	Allard Discret [a]	Allard Continu [b]	Krainer Continu [c]		
1986	-1	0	0	1,84 %	6,38 %
1987	0	1	0	3,32 %	6,09 %
1988	0	1	1	4,01 %	7,33 %
1989	0	1	1	4,33 %	7,66 %
1990	1	0	0	1,07 %	3,24 %
1991	0	0	-1	1,61 %	4,61 %
1992	-1	0	-1	0,21 %	1,87 %
1993	0	1	-1	- 0,30 %	2,42 %
1994	1	1	1	2,83 %	4,45 %
1995	0	0	0	0,59 %	2,21 %
1996	-1	0	0	1,31 %	2,30 %
1997	0	1	0	3,01 %	4,50 %

Partie B.

Année	Structure à terme des taux - log fin d'année	Structure à terme des taux - moyenne en fin d'année	Risque de Signature - log fin d'année	Risque de Signature - moyenne en fin d'année
1986	0,1252	0,1226	0,0539	0,0414
1987	0,2134	0,1826	0,0150	0,0186
1988	0,0523	0,1878	0,0353	0,0234
1989	- 0,1109	- 0,0243	- 0,0118	0,0176
1990	0,0453	0,0217	0,0137	0,0081
1991	- 0,0871	- 0,0124	- 0,0033	0,0096
1992	- 0,1640	- 0,1568	0,0413	0,0148
1993	- 0,0703	- 0,2063	0,0145	0,0192
1994	0,4092	0,2373	0,0087	0,0100
1995	0,3186	0,1878	0,0370	0,0207
1996	0,5721	0,5358	- 0,0138	0,0160
1997	0,5049	0,5641	- 0,0180	0,0048

Légende : le tableau présente pour chaque année étudiée, le contexte économique considéré selon trois conceptions du cycle économique et les valeurs des indicateurs économiques.

[a] : -1 = Creux conjoncturel, 0 = neutre et 1 = pic conjoncturel ;
[b] : 0 = récession et 1 = expansion
[c] : -1 = récession, 0 = neutre et 1 = expansion.

Les variables habituellement utilisées pour appréhender l'environnement économique sont représentées dans la partie B du tableau précédent. Elles sont souvent

reprises dans les études financières pour matérialiser l'environnement économique. Par exemple, Fama et French (1989) et Fama (1990) les utilisent pour estimer les cycles d'affaires et les conditions d'exploitation à long terme. Les travaux de Fama et French (1993) suggèrent une relation entre les taux de rentabilité des obligations et d'une part, la structure à terme des taux d'intérêt, d'autre part l'écart de qualité. Il s'agit maintenant d'apprécier la manière dont les variables qualitatives permettent de représenter les fluctuations économiques françaises entre 1987 et 1997.

b) Qualité de l'appréciation du contexte économique à partir des variables qualitatives

En résumé, la codification dichotomique des contextes économiques permet d'appréhender partiellement les conditions macro-économiques. Les taux de croissance annuels du PIB durant les périodes d'expansion (au moment des pics conjoncturels) semblent supérieurs à ceux réalisés durant les phases de récession (les années des creux conjoncturels). De même, la théorie économique de la croissance suggère que la structure par terme des taux d'intérêt est contracyclique ; c'est-à-dire qu'un écart important signale une croissance économique future et un écart faible (négatif) signale une récession imminente (le retournement conjoncturel). L'inversion de la structure anticipe l'entrée de l'économie dans la phase de récession. Deux mesures sont reportées : la première est établie au mois de décembre de l'année considérée, puis la seconde considère la moyenne mensuelle de l'écart taux long – taux court (en logarithme)[303]. Enfin, le risque de défaut estimé à partir de l'écart entre le taux d'emprunt aux sociétés privées et le taux d'emprunt des organismes publics (en logarithme) est supposé être associé au contexte économique. Les périodes de croissance économique soutenue sont censées être moins risquées que les périodes de récession pour les sociétés privées. Ces intuitions économiques peuvent être précisées à partir d'une mesure de l'association (linéaire) entre des variables ordinales (ou non

[303] Cette seconde mesure peut se justifier en raison du décalage de 1 ou 2 trimestres par rapport à la production généralement attribué à la structure des taux.

paramétriques) estimée à partir du coefficient de corrélation des rangs de Spearman et d'une analyse de la variance.

Tableau n° 57 : Associations entre contextes économiques et variables économiques.

Partie A.						
	Taux de croissance annuel du PIB en volume	Taux de croissance annuel du PIB en valeur	Structure des taux à la fin d'année – (long – court)	Structure des taux en moyenne annuelle – (long – court)	Risque de signature – fin d'année	Risque de signature – moyenne sur l'année
	100	84,1***	23,8***	51,8***	-58,4***	-19,1***
		100	- 6,6***	13,7***	-48,6***	-16,9***
			100	90,4***	-51,8***	-12,0***
				100	-58,5***	-30,6***
					100	53,4***
						100
Partie B.						
Contexte économique – Allard Discret	24,1***	41,8***	5,4**	7,0***	- 3,8	-28,1***
Contexte économique – Allard Continu	49,2***	57,1***	10,4***	10,4***	-25,5***	7,1***
Contexte économique – Krainer Continu	73,0***	46,6***	40,9***	52,4***	-25,1***	14,2***

Partie C.			
	Contexte économique – Allard Discret	Contexte économique – Allard Continu	Contexte économique – Krainer Continu
Contexte économique – Allard Discret	100	36,5***	42,2***
Contexte économique – Allard Continu		100	46,1***
Contexte économique – Krainer Continu			100

Légende : Les statistiques fournies correspondent aux coefficients de corrélation (en %) des rangs de Spearman mesurés sur 1729 observations. Une corrélation significative au niveau 1 % ou de 5 % (bilatéral) est indiquée par *** ou **.

Les différentes mesures des conditions économiques sont corrélées conformément à la théorie économique de la croissance. Le contexte économique appréhendé à partir de la différence entre la croissance et la tendance (Krainer – continu) capte mieux la variation annuelle quantitative du PIB que les autres

codifications. Tandis que l'appréhension du contexte économique à partir des seuls points de retournement du cycle semble plus ténue. La structure à terme des taux d'intérêt est associée positivement à la variation annuelle du PIB, c'est-à-dire que l'augmentation (la diminution et l'inversion) de l'écart de taux entre termes signale que l'expansion (la récession) est imminente[304]. Plus la croissance économique est importante, plus faible est l'écart entre le taux d'emprunt des sociétés privées et le taux d'emprunt des organismes publics. Néanmoins, les contextes économiques codifiés devraient appréhender correctement en moyenne les conditions économiques ; c'est-à-dire confronter empiriquement l'hypothèse nulle selon laquelle les moyennes des indicateurs économiques sont égales quel que soit le contexte économique considéré. Cette hypothèse peut être testée grâce à la statistique de Fisher en supposant la normalité des observations par contexte économique ou grâce au test de Kruskal-Wallis dans le cas contraire.

Tableau n° 58 : Les variables qualitatives traduisent-elles la diversité des conditions macro-économiques d'exploitation des entreprises sur la période de 1988 à 1997 ?

	Contexte			
	récession	neutre	Expansion	Total
Années =	1991-93	1990 1995-97	1988-89 1994	
N =	467	695	406	1568
Variation annuelle du PIB Brut ***	0,5 %	1,6 %	3,6 %	1,8 %
Variation annuelle du PIB Courant ***	2,9 %	3,1 %	6,3 %	3,9 %
Structure à terme des taux à la fin d'année ***	- 0,1071	0,3744	0,1459	0,1718
Structure à terme des taux en moyenne ***	- 0,1282	0,3427	0,1411	0,1502
Risque de signature à la fin d'année ***	0,0176	0,0043	0,0095	0,0097
Risque de signature en moyenne à la fin d'année ***	0,0146	0,0128	0,0161	0,0142

Légende : Les moyennes des indicateurs économiques sont données pour chaque contexte économique identifié selon l'écart à la tendance à long terme. Pour chaque variable, la différence de moyenne a été testée à partir du test de Fisher (en vérifiant l'homogénéité des variances)[305]. Une probabilité inférieure à 1 % de rejet à tort de l'hypothèse d'égalité des moyennes de la variable considérée selon le contexte économique est indiquée par ***.

[304] Une explication de cette relation pourrait être la suivante : un investisseur qui anticipe une récession (une expansion) dans l'année sera plus (moins) intéressé à demander une obligation d'échéance inférieure à un an, car il anticipe une baisse (hausse) des taux court et une hausse (baisse) des cours. Ainsi, il favorise la diminution (la croissance) du taux d'intérêt courant sur les titres à un an.

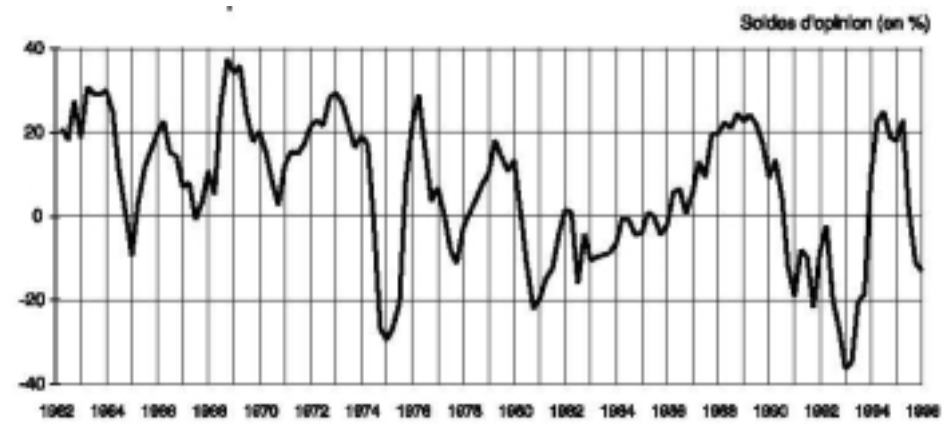
[305] Les tests non paramétriques conduisent aux mêmes conclusions.

Au total ces mesures peuvent limiter l'analyse car elles sont estimées *ex post*. Les enquêtes de conjoncture, à l'inverse, sont contemporaines des décisions des agents.

C) Les sentiments des dirigeants à propos du contexte économique

Les notes d'informations internes à la SBF suggèrent que « l'évolution des cours, corrigée de l'effet actuariel mécanique des mouvements du taux long, a suivi les inflexions conjoncturelles telles qu'on les perçoit notamment au travers des enquêtes INSEE dans l'industrie et les services, dans la plupart des secteurs». Pour interpréter les réponses aux enquêtes de conjoncture – par exemple « quelle est la tendance récente de l'évolution de votre production au cours des trois derniers mois ? », des indicateurs synthétiques du solde d'opinions sont obtenus en faisant la différence entre la proportion d'entreprises dont la production a augmenté et la proportion d'entreprises considérant qu'elle a diminué. Le solde d'opinion n'a pas de signification en niveau. Ce sont ses évolutions au cours du temps qui peuvent être interprétées.

Graphique n° 26 : Les enquêtes de conjonctures de l'insee



Lecture : Après pondération des réponses par les chiffres d'affaires, on calcule la différence entre la proportion des entreprises déclarant leur production en hausse au cours des trois derniers mois et celle des entreprises la déclarant en baisse. Le maximum historique se situe au quatrième trimestre de 1968 (+37%).

Source : Enquêtes de conjoncture de l'Insee

Cependant, l'ensemble des données collectées sur les réponses des entreprises à partir des revues de l'Insee ne couvre pas suffisamment la durée d'observation des comportements de financement.

3. Mise en évidence de la relation entre flux et activité à partir de la formule de la VAN

L'influence des cycles économiques est supposée être exclusivement résumée dans les variations positives et négatives non spécifiques aux entreprises des quantités échangées sur le marché. Une fois rapportée la variation de l'activité individuelle à la taille des actifs, la phase du cycle se résume de la manière suivante dans les valeurs de θ' : le taux de variation de l'activité. Soit un projet dont les caractéristiques sont les suivantes : coût d'investissement = I indépendant du cycle ; taux d'intérêt nul, durée de vie des actifs = une période. Les flux de liquidités issus de l'exploitation du projet (y) peuvent être représentés par l'Équation n° 49, où *p* est le prix du produit, *q* est la quantité de produit, *cv* et *cf* sont respectivement les charges variables et les charges fixes.

Équation n° 49 : $y = pq - cvq - cf$;

La valeur actuelle nette du projet exprimée en fonction de la phase du cycle économique est :

Si θ' = 0, alors VAN = $- I - cf + (p-cv)q$;

Si θ' ≠ 0, alors VAN = $- I - cf +(p-cv)q(1+ \theta')$;

La différence de rentabilité du projet suivant l'état de la nature équivaut à : $\theta' q(p-cv)$, soit une variation proportionnelle à la marge sur coût variable multipliée par l'ampleur de la fluctuation des quantités. En effectuant un changement de variables θ = f(θ'), la VAN d'un projet en présence d'un cycle économique est égale à la VAN d'un projet sans cycle plus une perturbation (cf. Équation n° 50). Les flux de liquidités – ainsi que la valeur des actifs car le taux d'intérêt est nul – varient dans le sens de l'activité économique. À cet effet, il faut considérer le signe de la dérivée première de la VAN par rapport à θ.

Équation n° 50 : $VAN_{(\theta \neq 0)} = (1+ \theta).VAN_{(\theta=0)}$

Soit si et seulement si p>cv, l'entreprise vend à un prix supérieur à son coût variable : $\frac{\delta VAN(\theta \neq 0)}{\delta \theta} = (p - cv)q \geq 0$

4. Les modèles de données de panel

De nombreuses documentations sont disponibles sur le site du laboratoire de recherche ERUDITE de l'Université de Paris 12 (www.univ-paris12.fr/www/labos/erudite/). Cette annexe vise à décrire brièvement les méthodes destinées à l'analyse de régression des données qui sont une combinaison de coupes instantanées et de séries temporelles. Une série temporelle est une séquence numérique, où l'intervalle entre les observations d'un ensemble de variables (X_t et X_{t+1}) est constant et fixé. Une coupe instantanée est une unité d'analyse à un point défini dans le temps pour lequel il existe un ensemble de variables (X_i à X_n). La collection de données est configurée afin de traiter en priorité de l'analyse entre les individus d'une coupe instantanée, par rapport aux variations dans le temps des individus. Cette technique statistique permet de décrire, d'analyser et de tester des hypothèses concernant d'un ensemble de données et le processus générant ses résultats. Elle est particulièrement avantageuse lorsque la longueur des séries temporelles est abrégée et ou lorsque la taille des coupes instantanées est modérée.

Les tests de spécification visent à vérifier l'hypothèse d'hétérogénéité (et sa forme) d'un processus censé représenter les données de panel de l'échantillon. Sur le plan des analyses de politiques financières, il s'agit de déterminer si l'hypothèse d'une modélisation parfaitement identique pour toutes les entreprises peut être retenue, compte tenu du niveau de risque accepté. L'hypothèse alternative est de considérer qu'il existe des spécificités pour les entreprises. Leurs différences de comportements de financement peuvent apparaître dans la constante ou dans la sensibilité des variables endogènes aux variables exogènes. Le premier cas signifie, par exemple, que telle entreprise se finance avec proportionnellement moins de dettes financières que les autres, sans que cela soit lié à une relation entre le taux d'endettement et les variables explicatives et de contrôle. Le second cas signifie que la même entreprise se finance de la même manière parce qu'elle est particulièrement moins sensible aux opportunités de croissance (en supposant une relation négative avec la dette). De nombreux modèles existent pour caractériser l'hétérogénéité qui pourrait influencer la relation entre les

variables indépendantes et l'erreur de régression. Ici, trois modèles sont retenus. Chacun reflète des conditions propres, des forces et des faiblesses.

- Le premier modèle traditionnel de régression caractérise des effets de X sur Y qui sont les mêmes ou sont supposés être constants pour toutes les coupes instantanées. Il n'y a pas de variations dans l'échantillon qui devraient miner la constance de la relation entre les variables indépendantes et la variable dépendante.
- Le second modèle est le *Least Square Dummy Variable*, qui reconnaît une non constance simple dans la relation entre X et Y. Ce modèle LSDV suppose l'existence de coefficients identiques pour tous les individus mais de constantes spécifiques à chacun. Ainsi, la relation financière mise en évidence à travers ce type de modélisation n'est censée différer pour tous les individus qu'au niveau des constantes introduites du modèle de régression[306].
- Le troisième modèle est le modèle à erreurs composées, car la variation dans l'ampleur et dans la direction de la relation entre les coupes instantanées sont supposées être aléatoires. Elles sont capturées et spécifiées explicitement dans le terme d'erreur.

Cette annexe est organisée afin de présenter la procédure de test permettant de spécifier la forme de l'hétérogénéité sur le plan économétrique, puis de mettre en évidence schématiquement le moyen de résoudre ce problème lors de la phase d'estimation des coefficients de régression.

[306] Dans sa forme la plus simple, la direction de la relation entre X et Y reste constante pour toutes les coupes instantanées, même s'il peut être étendu afin d'inclure un effet interactif.

A) La procédure de tests de spécification

Soit un échantillon de T observations de N processus individuels $\{y_{i,t}\ t \in Z\ ;\ i \in N\}$ et $\{x_{i,t}\ t \in Z\ ;\ i \in N\}$. Par la suite, $\{y_{i,t}\}$ est supposé désigner un processus linéaire, tel que $\forall\ i \in N$ et $t \in Z$:

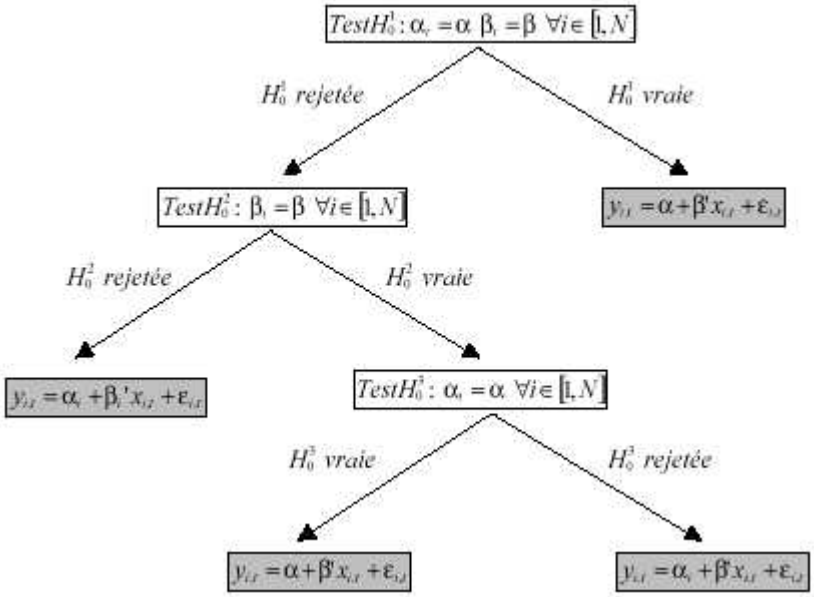
Équation n° 51 : $y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i' x_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

où $\alpha_i \in R$, $\beta_i = (\beta_{1,i}\ \beta_{2,i} \ldots \beta_{K,i})'$ est un vecteur de dimension (K,1). Soit, $x_{i;t} = (x_{1,i,t}\ ;\ x_{2,i,t}\ ;\ \ldots\ ;\ x_{K,i,t})'$ un vecteur de K variables explicatives. Les innovations $\varepsilon_{i,t}$ sont supposées être i.i.d. de moyenne nulle et de variance égale à σ^2_ε , $\forall\ i \in [1, N]$. Ainsi, les paramètres du modèle de l'Équation n° 51 sont supposés différer dans la dimension individuelle (à l'exception de la variance des innovations supposée identique pour tous les individus), mais être constants dans le temps.

- Le panel est homogène (*pooled*) lorsque les N constantes α_i et les N vecteurs de paramètres β_i sont identiques : $\alpha_i = \alpha$, $\beta_i = \beta\ \forall\ i \in [1, N]$.
- Lorsque les N constantes α_i et les N vecteurs de paramètres β_i sont différents selon les individus, la structure de panel est rejetée. Il existe N modèles linéaires différents.
- Lorsque les N constantes α_i sont identiques : $\alpha_i = \alpha\ \forall\ i \in [1, N]$, tandis que les N vecteurs de paramètres β_i sont différentes selon les individus, il existe N modèles linéaires différents.
- Le panel peut être appréhendé selon un modèle à effets individuels lorsque les N vecteurs de paramètres β_i sont identiques : $\beta_i = \beta\ \forall\ i \in [1, N]$, alors que les N constantes α_i sont différentes selon les individus.

Hsiao (1995) propose d'adopter une procédure de tests d'homogénéité emboîtés représentée par la figure suivante.

Figure n° 12 : Procédure générale de tests d'homogénéité.



Légende : L'hypothèse H^1 d'une structure parfaitement homogène (constantes et coefficients identiques) est d'abord testée. Si elle est rejetée, deux tests successifs recherchent la source d'hétérogénéité. Le premier test vise à éprouver l'hypothèse H^2_0 selon laquelle il existe un modèle commun à tous les individus (une relation identique en terme d'ampleur et de direction entre les variables explicatives et à expliquer). Le second test vise à éprouver l'hypothèse H^3_0 selon laquelle l'hétérogénéité est réside dans des différences (atemporelles ici) entre les individus. La modélisation de panel ne peut être utilisée qu'après le rejet de H^3_0. Source Hurlin (1999)

Le test de Fisher est utilisé pour réaliser les trois tests précédents. Le modèle classique de régression linéaire correspond à l'acceptation de H^1_0. Le F de Fisher indiqué dans les tableaux fournis de cette thèse lors des tests, est celui de H^3 avec son niveau de signification compte tenu des degrés de liberté. Cette troisième étape consiste à tester l'égalité des N constantes individuelles α_i, sous l'hypothèse de coefficients β_i communs à tous les individus. Sous l'hypothèse d'indépendance et de normalité des résidus, le test s'obtient grâce à une statistique de Fisher avec (N-1)K et N(T-1)-K degrés de liberté. Si une source d'hétérogénéité est acceptée, la phase d'estimation doit être adaptée.

B) Procédure d'estimation simplifiée

Soit Y_{it} une variable à expliquer mesurée sur la dimension individuelle i et temporelle t. L'ensemble des variables explicatives est noté X_{it} exprimé sur les mêmes dimensions. En supposant que la spécification du modèle à tester considère une constante individuelle et une temporelle, puis que la relation entre X et Y soit constante, le modèle à tester est de la forme suivante.

Équation n° 52 : $y_{it} = \beta.x_{it} + \alpha_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$

Cependant, si l'échantillon est structuré comme un panel empilé, il est probable que les conditions d'applications du modèle linéaire classique ne puissent être respectées (la valeur de l'erreur n'est pas nulle et la variance n'est pas constante). En effet, l'organisation des données en structures de panel tend à favoriser la contamination des données par les corrélations entre les périodes pour chaque individu. Il y existe d'autres configurations de contaminations. Si le panel est empilé sur la dimension temporelle, une autocorrélation des résidus signifie qu'une année influence les comportements de financement de toutes les entreprises.

Une solution consiste à tester, puis à éliminer ces sources d'hétérogénéité (individuelle ou temporelle). Les modalités de tests ont été exposées dans le paragraphe précédent. Dans le cas d'une hétérogénéité dans les constantes, une solution simple apparaît au problème du traitement des échantillons de données de panel. L'effet individuel fixe est éliminé en centrant les variables sur leur moyenne calculée sur la dimension temporelle. L'effet temporel est éliminé en transformant les variables sur la dimension individuelle.

Équation n° 53 : $\overline{y_i} = \frac{1}{T}\sum_{t-1}^{T} y_{it} = \frac{1}{T}\sum_{t-1}^{T}(\beta.x_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it}) + \frac{T}{T}\alpha_i$

Équation n° 54 : $(y_{it} - \overline{y_i}) = \beta.(x_{it} - \overline{x_i}) + (\lambda_t - \overline{\lambda}) + (\varepsilon_{it} - \overline{\varepsilon_i})$

En effectuant un changement de variable et en centrant les données, les corrélations potentielles entre les effets fixes individuels et les variables explicatives x_{it} ont été éliminées. Une telle approche est qualifiée de « fixe » car la covariance entre eux est nulle (le terme constant α), celle-ci peut aussi être « aléatoire ». Si l'effet individuel ne peut être observé directement, il est considéré comme aléatoire. Le résidu de la régression υ_{it} est « composé » de l'erreur d'observation α_i et du résidu classique ε_{it}.

Équation n° 55 : $\upsilon_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$

Si ces deux derniers termes sont supposés i.i.d., mutuellement indépendants, non autocorrélés et indépendants des x_i, le modèle est qualifié d'effets individuels aléatoires. Les tests ont été réalisés sur SPSS v9 grâce à la procédure des modèles linéaires généralisés et sous SAS v12.

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Figures

Figure n° 1 : Perspectives théoriques, déterminants de la politique de financement et contexte économique. 15

Figure n° 2 : Relations entre niveaux systémique et local dans la théorie des choix de financement. 20

Figure n° 3 : Processus d'augmentation de l'activité primaire du marché boursier. 56

Figure n° 4 : Représentation de l'espace discrétionnaire du dirigeant inspirée de Hambrick et Abrahamson (1995) 65

Figure n° 5 : Représentation de la marge discrétionnaire inspirée de Stulz (1990). 69

Figure n° 6 : Sens de causalité de l'association *gouvernance* et économie..... 125

Figure n° 7 : Relations entre niveaux systémique et local dans la théorie des choix de financement. 127

Figure n° 8 : Fluctuations économiques, forme organisationnelle et rôle de la politique de financement. 134

Figure n° 9 : Processus d'investissement selon Berkovitch et Narayanan (1993) . 200

Figure n° 10 : Relations entre les hypothèses H.1 à H.3..... 239

Figure n° 11 : Résultats des hypothèses 1 à 3. 295

Figure n° 12 : Procédure générale de tests d'homogénéité. 433

Graphiques

Graphique n° 1 : Activité primaire à la bourse de Paris et formation brute de capital fixe des entreprises non financières en France entre 1982 et 1997..... 1

Graphique n° 2 : Valeur des actions et choix du mode de financement. 46

Graphique n° 3 : Détermination de la structure de financement optimale en fonction des coûts d'agence associés au financement par dette et à la discrétion managériale. 99

Graphique n° 4 : Influence des variations de valeur des options d'investissement sur le taux d'endettement optimal en fonction des coûts d'agence de la dette et de la discrétion managériale (Source Jung, Kim et Stulz, 1996, p. 163). 100

Graphique n° 5 : Valeur des actions et choix du mode de financement. 171

Graphique n° 6 : Activité économique, valeur des actions et choix mode de financement. 173

Graphique n° 7 : Fluctuations macro-économiques, valeur des titres et mode de financement. 176

Graphique n° 8 : La fonction de production des entreprises dans le modèle de Krainer. 184

Graphique n° 9 : Conflits d'intérêts et équilibre de financement (source Krainer, 1992) 190

Graphique n° 10 : Forme de l'offre de financement et valeur des titres financiers (source : Berkovitch et Narayanan, 1993, p. 229) 206

Graphique n° 11 : Évolution de l'activité trimestrielle d'émissions d'actions nouvelles sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 (en produits bruts d'émissions et en nombre d'émissions).. 244

Graphique n° 12 : Activité annuelle d'émissions d'actions nouvelles sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997. 245

Graphique n° 13 : Chaleur du marché et points de retournement conjoncturels 261

Graphique n° 14 : Chaleur du marché et contexte économique à 2 états..... 261

Graphique n° 15 : Chaleur du marché et contexte économique à 3 états..... 262

Graphique n° 16 : Taux de rentabilité anormaux moyens en % à l'annonce d'une émission d'action, par année de 1990 à 1996 (échantillon composé d'émissions d'actions et d'absa, n = 77)..... 281

Graphique n° 17 : Structure financière des sociétés non financières cotées au SBF250 en valeur de marché de 1987 à 1997. 307

Graphique n° 18 : Structure financière des sociétés non financières cotées au SBF250 en valeur comptable de 1987 à 1997. 310

Graphique n° 19 : Investissement, financement et rémunération des actionnaires et des créanciers des entreprises en pourcentage de la valeur de marché du capital en début d'année, entre 1988 et 1997. 317

Graphique n° 20 : Décomposition des flux de liquidités d'endettement. 328

Graphique n° 21 : Le financement de l'investissement des entreprises du SBF250 de 1987 à 1997..... 337

Graphique n° 22 : Les sources de financement brut de l'investissement de 1987 à 1997. 344

Graphique n° 23 : Comportements de financement des entreprises françaises entre 1987 et 1997..... 400

Graphique n° 24 : Région d'émission d'actions en fonction du contexte économique à partir du modèle de Myers et Majluf (1984)..... 414

Graphique n° 25 : Représentation des termes économiques. 417

Graphique n° 26 : Les enquêtes de conjonctures de l'insee..... 427

Tableaux

Tableau n°1 : Émergence et fondement du concept d'activité sur le marché primaire boursier. 58

Tableau n° 2 : Dimensions et indicateurs soutenus dans la littérature de la relation entre les flux de liquidités des entreprises et le contexte économique. 143

Tableau n° 3 : Résumé des mesures empiriques de la structure financière et de financement. 234

Tableau n° 4 : Statistiques descriptives de l'activité mensuelle sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 (en millions de F). 243

Tableau n° 5 : Les valeurs moyennes du volume de capitaux émis et du nombre d'opérations pour chaque mois durant la période 1982 à 1997. 247

Tableau n° 6 : Calendrier d'activité sur le compartiment primaire (1982 – 1987) .. 250

Tableau n° 7 : Volume moyen trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier, selon le contexte économique. 254

Tableau n° 8 : Régressions du volume trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 selon l'environnement économique (produits bruts). 256

Tableau n° 9 : Régressions du volume trimestriel d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier français entre 1982 et 1997 selon l'environnement économique (nombre d'émissions). 257

Tableau n° 10 : La conjoncture économique selon la chaleur du marché primaire. .. 264

Tableau n° 11 : Régressions logistiques de la chaleur du marché sur la conjoncture économique. 266

Tableau n° 12 : Table de classification de marchés froids et chauds 267

Tableau n° 13 : Taux de rentabilité moyens en % en excès par rapport au modèle de marché lors de la publication du visa de la COB autorisant une augmentation de capital par émission d'actions. 277

Tableau n° 14 : Taux de rentabilité anormaux moyens selon le contexte économique et la chaleur du marché boursier primaire, entre 1990 et 1996. 282

Tableau n° 15 : Estimations des relations entre les variables indépendantes. 288

Tableau n° 16 : Régressions des taux de rentabilité anormaux lors de la publication du visa de la COB autorisant une émission d'actions sur le marché boursier français entre 1990 et 1996 selon la conjoncture économique et l'activité primaire. 291

Tableau n° 17 : Structures financières en valeur de marché par année de 1987 à 1997. 306

Tableau n° 18 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de la répartition annuelle de la valeur de marché du capital des entreprises sur la période de 1987 à 1997. 307

Tableau n° 19 : Structures financières en valeur comptable par année – 1987 à 1997. 309

Tableau n° 20 : Flux de fonds annuels en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997. 314

Tableau n° 21 : Flux de fonds annuels en pourcentage de la valeur comptable du capital en début d'année des sociétés sur la période de 1988 à 1997. 315

Tableau n° 22 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables annuelles de la composition des flux des entreprises entre 1988 et 1997.....318

Tableau n° 23 : Flux de financement brut et net en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997. 323

Tableau n° 24 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables annuelles des flux de financement brut et net, en pourcentage de la valeur de marché du capital des entreprises en début d'année, de 1988 à 1997. 324

Tableau n° 25 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année) sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport à la valeur de marché de leur titres de capital en début de période, de 1988 à 1997. 329

Tableau n° 26 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année) sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport à la valeur comptable de leur titres de capital en début de période, de 1988 à 1997. 331

Tableau n° 27 : Les financements de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 (par rapport à l'investissement de la période). 336

Tableau n° 28 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes des variables de la répartition annuelle du financement de l'investissement. 338

Tableau n° 29 : Tests de régression linéaire générale à effet fixe (année) sur les flux de liquidités avec les créanciers, par rapport aux dépenses d'investissement en fin d'année, de 1987 à 1997. 339

Tableau n° 30 : Les financements bruts de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 (par rapport à l'investissement de la période). 343

Tableau n° 31 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de la répartition annuelle du financement brut de l'investissement. 345

Tableau n° 32 : Résultats de H5 sur l'échantillon français de Krainer (1999).....353

Tableau n° 33 : Structures financières selon le contexte économique, entre 1988 et 1997. 356

Tableau n° 34 : Tests d'égalité des variances et des moyennes entre les contextes économiques identifiés selon Krainer (1999). 356

Tableau n° 35 : Tests paramétriques de Duncan des structures financières et de leurs variations, catégorisées selon la codification du contexte économique par Krainer (1999). 358

Tableau n° 36 : Structures de financement selon le contexte économique entre 1988 et 1997. 360

Tableau n° 37 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes entre les contextes économiques identifiés selon Krainer (1999). 361

Tableau n° 38 : Tests non paramétriques de Kruskal-Wallis de l'hypothèse selon laquelle les rangs moyens sont identiques quel que soit le contexte considéré. 361

Tableau n° 39 : Prédictions des signes des variables indépendantes (H5). 364

Tableau n° 40 : Régressions de l'évolution de la structure financière sur le risque pour les créanciers selon le contexte économique. 366

Tableau n° 41 : Régressions de l'évolution de la structure financière sur le risque pour les actionnaires selon le contexte économique. 367

Tableau n° 42 : Régressions de la structure de financement sur le risque pour les créanciers selon le contexte économique. 370

Tableau n° 43 : Régressions de la structure de financement sur le risque pour les actionnaires selon le contexte économique. 371

Tableau n° 44 : Configuration des conclusions des tests réalisés par variables. 373

Tableau n° 45 : L'investissement et ses financements des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997 selon les phases du cycle économique. 377

Tableau n° 46 : Tests d'homogénéité des variances et d'égalité des moyennes de l'investissement et ses financements des entreprises non financières du SBF250 de 1987 à 1997, selon les phases du cycle économique. 378

Tableau n° 47 : Tests paramétriques de Duncan de l'investissement des entreprises non financières du SBF250 de 1988 à 1997 selon les phases du cycle économique. 379

Tableau n° 48 : Régressions de l'autofinancement disponible relativement aux dépenses d'investissement, selon les fluctuations économiques. 382

Tableau n° 49 : Signe anticipé des coefficients de régressions pour H6 et H7. 385

Tableau n° 50 : Régressions de la nature du financement externe brut, relativement aux dépenses d'investissement, selon le contexte économique. 390

Tableau n° 51 : Régressions de la nature du financement externe net, relativement aux dépenses d'investissement, selon le contexte économique. 394

Tableau n° 52 : Signe estimé des coefficients de régression. 397

Tableau n° 53 : Récapitulatif des résultats empiriques. 398

Tableau n° 54 : Exemple de paramètres du modèle de Myers et Majluf (1984). 410

Tableau n° 55 : Cycles conjoncturels majeurs et mineurs de l'économie française entre 1981 et 1994 (Source : Allard 1994, p. 28). 422

Tableau n° 56 : États de l'économie des observations de structures financières. 423

Tableau n° 57 : Associations entre contextes économiques et variables économiques. 425

Tableau n° 58 : Les variables qualitatives traduisent-elles la diversité des conditions macro-économiques d'exploitation des entreprises sur la période de 1988 à 1997 ? 426

Bibliographie

AGHION PH. ET BOLTON P., 1992, « An 'Incomplet Contract' Approach to Bankruptcy and the Financial Structure of the Firm », *Review of Economic Studies*, vol. 59, p. 473-494.

AGLIETTA M., 1993, « Crises et cycles financiers : une approche comparative », *Revue d'Économie Financière*, vol. 3, p. 5-50.

AKERLOF G., 1970, « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quaterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, p. 488-500.

ALLARD P., 1994, « Un repérage des cycles du PIB en France depuis l'après guerre », *Economie et Prévision*, n° 112, p. 19-34.

AMIHUD Y. ET LEV B., 1981, « Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Merger », *Bell Journal of Economics*, vol. 12, p. 393-406.

AMIT R. ET LIVNAT J., 1988, « Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 99-110.

ARMITAGE S., 1998, « Seasoned Equity Offers and Rights Issues : A Review of the Evidence », *European Journal of Finance*, vol. 4, p. 29-59.

ASQUITH P. ET MULLINS D.W., 1986, « Equity Issues and Offering Dilution », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, p. 61-89.

BANCEL F. ET RICHARD A., 1998, « The Concept of Financial Flexibility : a note », *Cahier de Recherche*, ESCP n° 97/123.

BAYLESS M. ET CHAPLINSKY S., 1996, « Is there a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance ? », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, p. 253-278.

BELSLEY D., KUH E. ET WELSCH R., 1980, *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Source of co Linearity*, Éd. Wiley, New York.

BERGER P.G., OFECK E. AND YERMACK D.L., 1997, « Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p. 1411-37.

BERKOVITCH E. ET NARAYANAN M.P., 1993, « Timing of Investment and Financing Decisions in Imperfectly Competitive Financial Markets », *Journal of Business*, vol. 66, n° 2, p. 219-248.

BERNANKE B ET GERTLER M., 1989, « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, n° 1, p. 14-31.

BLOCH L. ET COEURÉ B., 1995, « Information du marché du crédit, investissement des entreprises et cycles économiques », *Economie et Prévision*, n° 120, p. 161-185.

BOEHMER E., MUSUMECI J., ET POULSEN A.B., 1991, « Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance », *Journal of Financial Economics*, vol. 30, p. 253-272.

BOYD B.K, 1995, « CEO Duality and Firm Performance : A Contengency Model », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p. 301-312.

BREALEY R.A. ET MYERS S.C., 1996, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1056 p., traduction française, *Principes de gestion financière des entreprises* (5éme édition), 1997, coédition McGraw-Hill Ediscience Internationale, 1056 p.

BRICKLEY J.A., SMITH C.W. ET ZIMMERMAN J.L., 1998, *Managerial Economics and Organizational Architecture*, McGraw-Hill, 455 p.

BROUS P.A., 1992, « Common Stock Offerings and Earnings Expectations : A test of the Release of Unfavorable Information », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1517-36.

BURNS S. et MITCHELL E., 1946, *Measuring Business Cycles*, NBER, New York, 560 p.

CARLIN W. et MAYER C., 2000, « How Do Financial Systems affect Economic Performance », p. 137-160, *in* VIVES X. (Ed.), *Corporate Governance*, Cambridge University Press.

CARLSTROM C.T. ET FUERST T.S., 1997, « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations : a Computable General Equilibrium Analysis », *American Economic Review*, vol. 87, n° 5, p. 893-910.

CARPENTER R.E., FAZZARI S.M. ET PETERSEN B.C., 1995, « Three Financing Constraint Hypotheses and Inventory Investment : New Tests with Time and Sectoral Heterogenety », *Workings papers*, Sept 17, 95.

CASTANIAS R.P. ET HELFAT C.E., 1992, « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.

CHAN ET CHEN, 1988, « An Unconventional Asset Pricing Test and the Role of Firm Size as an Instrumental Variable for Risk », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 6, p. 309-325.

CHARREAUX G. (ÉD), 1997, *Le gouvernement des entreprises - Corporate governance, théories et faits*, Ed. Economica, Paris, 540 p.

CHARREAUX G., 1999, « La théorie positive de l'Agence : lectures et relectures », p. 61-141, *in* KOENIG G. (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIè siècle*, Ed. Economica, Paris, 255p.

CHARREAUX G., 2000, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, p. 193-214.

CHARREAUX G., 2001, « L'approche économico financière de l'investissement », p. 13-60, *in* CHARREAUX G. (coord.), *Images de l'investissement – au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Ed. Vuibert, Paris, 421 p.

CHARREAUX G. ET DESBRIERES PH., 1998, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

CHEN N.F., ROLL R. ET ROSS S.A., 1986, « Economic Forces and the Stock Market », *Journal of Business*, vol. 56, p. 383-403.

CHEUNG Y.W. ET NG L.K., 1998, « International Evidence on the Stock Market and Aggregate Economic Activity », *Journal of Empirical Finance*, vol. 5, p. 281-296.

CHOATE M.G, 1997, « The Governance Problem, Asset Specificity and Corporate Financing Decisions », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 33, p. 75-90.

CHOE H., MASULIS R.W. ET NANDA V., 1993, « Common Stock Offerings across the Business Cycle : Theory and Evidence », *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, p. 3-31.

CHOLLET P. ET GINGLINGER E., 1996, « La Sous-Evaluation des ABSA à l'émission en France », *AFFI-Généve*, 24 p.

CIEPLY S., 1997, *Spécificité financière PME et nouvelles théories du financement : une application à un échantillon d'entreprises françaises*, Thèse de Doctorat, Université de Lyon 2, 387 p.

COASE R.H., 1937, « The Nature of the Firm », *Economica*, November, p. 386-405.

COBBAUT R., 1992, *Théorie Financière*, Ed. Economica, 513 p.

COLEMAN J.S., 1994, « A Rational Choice Perspective on Economic Sociology », p. 166-180, *in* SMELSER N.J. et SWEDBERG R. (Eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, 851 p.

COONEY J.W. ET KALAY A., 1993, « Positive Information from Equity Issue Announcements », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 149-172.

CORNETT A.M., MEHRAN H. ET TEHRANIAN H., 1998, « Are Financial Markets Overly Optimistic about the Prospects of Firms that Issue Equity ? Evidence from Voluntary versus Unvoluntary issues », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 2139-2159.

COTILLARD N., 1996, « L'impact informationnel occasioné par l'émission de bons de souscriptions d'actions sur le titre sous-jacent », *annales des Journées de Finances Rennes*, Septembre, 34 p.

DEMIRGÜÇ-KUNT A. ET MAKSIMOVIC V., 1998, « Law, Finance, and Firm Growth », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 2107-2137.

DENIS D.J., 1994, « Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, n° 2, p. 159-173.

DEMSETZ H., 1998, *L'économie de la firme - sept commentaires critiques*, traduction française, Les Essentiels de la Gestion, Litec, Paris, 250 p.

DEREEPER S., 1999, *La préparation à l'augmentation de capital des entreprises cotées sur le marché boursier français*, Thèse de Doctorat, Université de Lille, 557 p.

DIAMOND D.W., 1984, « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 393-414.

DIERKENS N., 1991, « Information Asymetry and Equity Issues », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, n° 2, p. 181-199.

DOUGLAS A.V., 2002, « Capital Structure and the Control of Managerial Incentives », *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, p. 287-311.

DOZ C., RABAULT G. & SOBCZAK N., 1995, « Décomposition tendance-cycle : estimations par des méthodes statistiques univariées », *Economie et Prévision*, n° 120.

FAMA E.F., 1980, « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 134-145.

FAMA E.F., 1990 a, « Contract Costs and Financing Decisions », *Journal of Business*, vol. 63, n° 1, p. 71-91.

FAMA E.F., 1990 b, « Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1089-1108.

FAMA E.F., FISHER I., JENSEN M.C. ET ROLL R., 1969, « The Adjustment of Stock Price to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, p. 1-21.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1989, « Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, p. 23-49.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1992, « The cross-section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, p. 427-465.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1993, « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 3-56.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1996, « Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, p. 55-83.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1999, « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 1939-1967.

FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 2002, « Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt », *Review of Financial Studies*, vol. 15, p. 1-33.

FAMA E.F. ET JENSEN M.C., 1983 a, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 301-326.

FAMA E.F. ET JENSEN M.C., 1983 b, « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 327-350.

FAYOLLE J., 1994, « Décrire le cycle économique », *Revue de l'OFCE*, n° 45, p. 161-197.

FAYOLLE J. ET MATHIS A, 1994, « Structure des taux d'intérêt et mouvements cycliques des économies américaine et française. », *Revue de l'OFCE*, n° 49, p. 125-148.

FAZZARI S.M., HUBBARD G.R. ET PETERSEN B.C., 1988, « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 141-195.

FLUCK Z., 1999, « The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict », *Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 2, p. 379-404.

GARVEY G.T. ET HANKA G., 1999, « Capital Structure and Corporate Control : The Effect of Antitakeover Statuses and Firm Leverage », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 2, p. 519-545.

GAVER J.J ET GAVER K.M., 1993, « Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Compensation Policies », *Journal of Accounting And Economics*, vol. 16, p. 125-160.

GAJEWSKI J-F. ET GINGLINGER E., 1996, « Information asymétrique et choix du mode d'émission d'actions », *FINECO*, vol. 6, n° 1, p. 31-51.

GAJEWSKI J-F. ET GINGLINGER E., 1998, « Seasoned Equity Issue in a Closely Held Market : Evidence from France », *Cahier de Recherche*, décembre, IGR, ESA, Université Paris 12.

GINGLINGER E. ET GAJEWSKI J-F., 1994, « La réaction des cours à l'annonce d'une émission d'actions ou d'Absa », *Cahier de Recherche Paris-Val de Marne*, n° 94-13, 23 p.

GRAWITZ M., 1993, *Méthodes en sciences sociales*, Dalloz, Paris, 9éme édition, 870 p.

GREENWALD B., STIGLITZ J.E. AND WEISS A., 1984, « Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 74, n° 2, p. 194-199.

GUILE M., 1994, « Instabilité du crédit et asymétrie de l'information », *Revue d'Économie Financiére*, vol. 29, p. 229-254.

GUL F.A., 1999, « Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan », *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, p. 141-168.

HACHETTE I., 1994, *Opérations financières et transferts de richesses*, Presses Universitaires de France - Paris, 197 p.

HAMBRICK D.C. ET ABRAHAMSON E., 1995, « Assesing Managerial Discretion Across Industries : a Multimethod Approach », *Academy of Management Journal*, vol. 30, n° 5, p. 1427-1441.

HAMON J. ET JACQUILLAT B., 1992, *Le marché français des actions : Etudes empiriques 1977-1991*, Presses Universitaires de France (collection "Finance"), Paris, 457 p.

HARRIS M. ET RAVIV A., 1991, « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 1, p. 297-355.

HARVEY A.C., 1985, « Trends and Cycles in Macroeconomic Time Series », *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 3, p. 216-227.

HARVEY A.C., 1994, *Forecasting, Structural Time Series Models and the Kalman filter*, Cambridge University Press, 554 p.

HE J. ET NG L.K., 1994, « Economic Forces, Fundamental Variables and Equity Returns », *Journal of Business*, vol. 67, n° 4, p. 599-609.

HIRSCHMAN A.O., 1970, *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, traduction française, *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Les Éditions Ouvrières, Éditions Économie et Humanisme, 1972, 140 p.

HSIAO C., 1995, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 246 p.

HOVAKIMIAN A., OPLER T. ET TITMAN S., 2001, « The Debt-Equity Choice », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, p. 1-24.

HURLIN C., 1999, « L'économétrie des données de panel », *Papier de Recherche*, 68 p.

JAIN P.C., 1992, « Equity Issues and Changes in Expectations of Earning by Financial Analysts », *Review of Financial Studies*, vol. 5, n° 4, p. 669-683.

JENSEN M.C., 1983, « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, vol. 57, n° 2, p. 319-339.

JENSEN M.C., 1986, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.

JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., 1976, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., 1992, « Specific and General Knowledge and Organizational Structure », p. 251-274, *in* WERIN L. ET WIJKANDER H., *Contracts Economics*, Blackwell, Oxford, 359 p.

JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., 1994, « The nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, reproduit *in* JENSEN M.C., 1998, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 414 p.

JENSEN M.C., MECKLING W.H., BAKER G.P. ET WRUCK K.H., 1998, *Coordination, Control, and the Management of Organizations. Pratice Questions*, Harvard Business School.

JUNG K., KIM Y.C. ET STULZ R.M., 1996, « Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision », *Journal of Financial Economics*, vol. 42, p. 159-85.

KAHAN M. ET YERMACK D., 1998, « Investment Opportunities and the Design of Debt Securities », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 14, n° 1, p. 126-151.

KEYNES J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Londres, traduction française *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1942, 406 p.

KORAJCZYK R.A., LEVY A., 2001, « Capital Structure Choice : Macroeconomic Conditions and Financial Constraints », *working paper* n° 279 NYU, 47 p., à paraître dans *Journal of Financial Economics* ;

KORAJCZYK R.A., LUCAS D.J. ET MC DONALD R.L., 1991, « The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 4, p. 685-708.

KORAJCZYK R.A., LUCAS D.J. ET MC DONALD R.L., 1992, « Equity Issues with Time Varying Asymetric Information », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 3, p. 397-417.

KRAINER R.E., 1992, *Finance in a Theory of the Business Cycle*, Blackwell, Oxford U.K., 245 p.

KRAINER R.E., 1995, « Financial Aspects of Business Cycles : a Cross Country Comparaison », *Annales de l'AFFI* Bordeaux, Tome 1.

KRAINER R.E., 1999, « Corporate Governance and Business Cycles in the G7 Countries : do Institutions really matter ? », *Annales de l'AFFI*, Aix, 50 p.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. ET VISHNY R., 1997, « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.

LANG L., OFECK E, ET STULZ R,, 1996, « Leverage, Investment, and Firm Growth », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 3-29.

LASFER A.M., 1995, « Agency Costs, Taxes and Debt : the U.K. Evidence », *European Financial Management*, vol. 1, n° 3, p. 265-289.

LEVASSEUR M. ET QUINTART A., 2000, « La capacité d'endettement », *Revue Banques et Marchés*, n° 45, p. 5-20.

LEVINE R. ET ZERVOS S., 1998, « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 2, p. 537-559.

LEVY A., 2001, « Why Does Capital Structure Choice Vary With Macroeconomic Conditions ? », *working paper, Haas School of Business*, 50 p.

LI Y., 1998, « Expected Stock Returns, Risk Premiums and Volatilities of Economic Factors », *Journal of Empirical Finance*, vol. 5, p. 69-97.

LI M. ET SIMERLY R.L., 1998, « The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship », *Strategic Management Journal*, vol. 19, p. 169-179.

LOUGHRAN T. ET RITTER J.R., 1995, « The New Issues Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, p. 23-51.

LUBATKIN M. ET CHATTERJEE S., 1991, « The Strategy - Shareholder Value Relationship : Testing Temporal Stability across Market Cycles », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 251-270.

LUCAS R., 1976, « Understanding Business Cycles », *Carnegie Rochester Series on Public Policy*, n° 5, p. 145-162.

LUCAS D.J. ET MC DONALD R.L., 1990, « Equity Issues and Stock Prices Dynamics », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1019-1043.

MACEY J.R., 1998, « Measuring the effectiveness of different Corporate Governance systems. Toward a more Scientific Approach », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 10, n° 4, p. 16-25.

MANUEL T.A., BROOKS L.D. ET SCHADLER F.P., 1993, « Common Stock Price effects of Security Issues conditioned by Current Earnings and Dividend Annoucement », *Journal of Business*, vol. 66, n° 4, p. 571-593.

MAUER D.C. ET TRIANTIS A.J., 1994, « Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions : a Dynamic Framework », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 4, p. 1252-1277.

MAURER F., 1999, « L'influence des fluctuations boursières sur la performance financière de la firme diversifiée », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, p. 105-134.

MCQUEEN G.R. ET ROLEY V.V., 1993, « Stock Prices, News, and Business Conditions », *Review of Financial Studies*, vol. 6, n° 3, p. 683-707.

MILGROMS P. ET ROBERTS J., 1992, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 621 p.

MORCK R., SHLEIFER A. ET VISHNY R.W., 1989, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, p. 842-852.

MOUSSU C., 2000, *Endettement, accords implicites et capital organisationnel : contribution à l'émergence d'une théorie organisationnelle de la structure financière*, Thèse de Doctorat, Université de Bourgogne, 440 p.

MYERS S.C., 1977, « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, p. 147-175.

MYERS S.C., 1984, « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, p. 174-195.

MYERS S.C. ET MAJLUF N.S., 1984, « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.

NORTH D.C., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 250 p.

NOVAES W. ET ZINGALES L., 1995, « Capital Structure Choice when Managers are in controls : Entrechment versus Efficiency », *NBER Working paper*, n° 5384, 40 p.

OPLER T. ET TITMAN S., 1994, « The Debt-Equity Choice : an Empirical Analysis », *Working paper*, december.

OPLER T., PINKOWITZ L., STULZ R. ET WILLIAMSON R., 1997, « The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings », *NBER Working paper*, n° 6234, October.

PILOTTE E., 1992, « Growth Opportunities and the Stock Price response to New Financing », *Journal of Business*, vol. 95, n° 3, p. 371-394.

PUPION G. ET PUPION P-C., 1998, *Tests non paramétriques avec applications à l'économie et à la gestion*, Ed. Economica, 211 p.

RAJAN R.G. ET ZINGALES L., 1995, « What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1421-1461.

RAJAN R.G. ET ZINGALES L., 1998, « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 2, p. 559-587.

ROSS S., 1977, « The determination of Financial Structure : the Incentive Signaling Approach », *Bell journal of Economics*, vol. 8, p. 23-40.

ROUY J.P., 1995, « L'identification de la production manufacturière en France. », *Economie et Prévision*, n° 120, p. 95-119.

RUMELT R.P., 1991, « How Much Does Industry Matter ? », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 167-185.

SCHMIDT R.H. ET TYRELL M., 1997, « Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance », *European Financial Management*, vol. 3, n° 3, pp 333-361.

SCHUMPETER J.A., 1939, *Business Cycles : A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Compagny, New York, 1095 p.

SCHWERT G.W., 1989, « Why does Stock Market Volatility change over time ? », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 5, p. 1115-1153.

SCHWERT G.W., 1990, « Stock Returns and Real Activity : a century of evidence », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1237-1257.

SHLEIFER A. ET VISHNY R.W., 1989, « Management Entrenchment », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.

SHLEIFER A. ET VISHNY R.W., 1992, « Liquidation Values and Debt Capacity : A Market Equilibrium Approach », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1343-1366.

SHLEIFER A. ET VISHNY R.W., 1997, « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.

SHYAM-SUNDER L. ET MYERS S.C., 1999, « Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 219-244.

SIMERLY R.L. ET LI M., 2000, « Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance : A Theoretical Integration and Empirical Test », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 31-49.

SMITH C.W. ET WATTS R.L., 1992, « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 263-292.

SPIESER P., 2000, *Information économique et marchés financiers*, Ed. Economica, Paris, 358 p.

STIGLITZ J.E., 1992 a, « Contract Theory and Macroeconomic Fluctuations », p. 293-331, *in* WERIN L. ET WIJKANDER H., *Contract Economics*, Blackwell, Oxford, 359 p.

STIGLITZ J.E., 1992 b, « Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies », *European Economic Review*, vol. 36, p.269-306.

STIGLITZ J.E. ET EDLIN A.S, 1992, « Discouraging Rivals, Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies », *NBER working paper series*, n° 4145.

STIGLITZ J.E. ET WEISS A., 1981, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, p. 393-410.

STULZ R., 1988, « Managerial Control of Voting Rights, Financial Policies and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.

STULZ R., 1990, « Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 3-27.

TITMAN S. ET WESSELS R., 1988, « The Determinants of Capital Structure Choice », *Journal of Finance*, vol. 43, p. 1-19.

TRIGEORGIS L., 1999, *Real Options, Managerial Flexibility and Strategy in Ressource Allocation*, Cambridge, Londres, MIT press, 427 p.

TRIGEORGIS L. (ÉD.), 1995, *Real Options in Capital Investment : models, strategies and applications*, Praeger, Westport Connecticut, 361 p.

VAN LOYE G., 1998, *Finance et théorie des organisations*, Ed. Economica, Paris, 197 p.

VILASUSO J. ET MINKLER A., 2001, « Agency Costs, Asset Specificity, and the Capital Structure of the Firm », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 44, p. 55-69.

VISWANATH P.V., 1993, « Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis and Market Reactions to Equity Financing », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, n° 2, p. 213-234.

WERIN L. ET WIJKANDER H., *Contract Economics*, Blackwell, Oxford, 359 p.

WILLIAMSON O.E, 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, traduction française, *Les institutions de l'économie*, 1994, InterEdition Paris, 404 p.

WILLIAMSON O.E, 1988, « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 567-591.

WILLIAMSON S.D., 1987 a, « Financial Intermediation, Business Failures, and Real Business Cycles. », *Journal of Political Economy*, vol. 95, n° 6, p. 1196-1216.

WILLIAMSON S.D., 1987 b, « Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing », *The Quarterly Journal of Economics*, February, p. 135-145.

WIRTZ P., 2002, *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Ed. Economica, Paris, 254 p.

ZARNOWITZ V.E., 1999, « Theory and History behind Business Cycles : Are the 1990s the onset of a golden age ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n° 2, p. 69-90.

ZHANG F., 1998, « Risk and Return of Value Stocks », *Journal of Business*, vol. 71, n° 4, p. 501-535.

ZWIEBEL J., 1996, « Dynamic Capital Structure under Managerial Entrechment », *American Economic Review*, vol. 86, n° 5, p. 1197-1215.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION 1

A) Les déterminants des choix de financement dans la théorie de la finance organisationnelle 4

B) Le choix d'un environnement des relations contractuelles dans les entreprises susceptible d'influencer leurs décisions de financement 12

C) Le choix des niveaux d'analyse des décisions de financement des entreprises 19

D) Questions de recherche et ligne directrice 23

PARTIE 1 : LES COÛTS CONTRACTUELS COMME DÉTERMINANTS DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT 24

A) Décisions de financement pour les actionnaires et activité sur le compartiment primaire du marché boursier 26

B) Politique d'investissement et de financement adoptées par les dirigeants et nature du financement sur le marché boursier 28

C) Les limites d'une perspective double de la théorie du financement 30

CHAPITRE 1 : MODÉLISATIONS DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES EXTERNES ET DE L'ACTIVITÉ SUR LE COMPARTIMENT PRIMAIRE DU MARCHÉ BOURSIER FONDÉES SUR LES COÛTS DE FINANCEMENT LIÉS À LA SÉLECTION ADVERSE 33

Section 1 : Les coûts de financement par fonds propres liés au phénomène de sélection adverse 37

A) Modélisation de la sélection adverse sur les marchés financiers 37

B) Décisions d'émission et choix de politiques de financement déterminées par les coûts de financement 41

Section 2 : Les décisions individuelles de financement à l'origine des fluctuations de l'activité sur le compartiment primaire du marché boursier 48

A) La répétition d'un jeu séquentiel : l'effet saisonnier 50

B) La répétition d'un jeu séquentiel : association entre l'activité sur le compartiment primaire et le cycle des cours sur le marché boursier 52

C) Synthèse 54

CHAPITRE 2 : MODÉLISATIONS DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT FONDÉES SUR L'ÉMERGENCE ET LA POURSUITE D'UNE STRATÉGIE INDIVIDUELLE DES DIRIGEANTS....62

A) Les possibilités de financement offertes aux dirigeants par les partenaires financiers en fonction des opportunités d'investissement de l'entreprise. 67

B) Comportements des dirigeants et demandes de financement adressées aux partenaires financiers. 70

Section 1 : Représentation de la marge discrétionnaire des dirigeants des entreprises managériales 73

A) L'évolution de la représentation des opportunités d'investissement et des choix d'investissement des dirigeants 75

B) L'expression des contraintes du mode de gouvernance de l'entreprise lors de la recherche de ressources financières 82

Section 2 : Opportunités d'investissement, marge discrétionnaire et possibilités de financement offertes aux dirigeants par les partenaires financiers 89

A) Opportunités d'investissement et intérêts des créanciers à financer la firme 91

B) Opportunités d'investissement et intérêts des actionnaires à financer la firme 93

Section 3 : Comportements des dirigeants et politiques de financement des entreprises 103

A) Disponibilité des fonds, construction d'empires et décisions de financement optimales pour les dirigeants 105

B) Développement de la spécificité des actifs et décisions de financement optimales pour les dirigeants 108

C) Risque d'exploitation, risque sur le capital humain et décisions de financement optimales pour les dirigeants....111

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE....117

PARTIE 2 : INFLUENCES DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES SUR LES DÉCISIONS DE FINANCEMENT ET SUR L'ACTIVITÉ PRIMAIRE DU MARCHÉ BOURSIER....119

A) Contexte économique et contexte boursier 121

B) Système de gouvernement d'entreprise et contexte économique 123

C) Contexte économique et décisions de financement des entreprises....126

CHAPITRE 1 : CONTEXTE ÉCONOMIQUE, ARCHITECTURE ORGANISATIONNELLE ET ÉVALUATION DES ACTIFS DANS LES ENTREPRISES ET SUR LES MARCHÉS 130

Section 1 : Charges contractuellement fixes, levier d'exploitation et sensibilité de la trésorerie des entreprises aux fluctuations de leurs activités 135

A) Transmission des fluctuations macro-économiques aux variations de l'activité des entreprises 135

B) Une explication contractuelle de la transmission des fluctuations de l'activité aux flux de trésorerie d'exploitation 138

Section 2 : Fluctuations économiques, taux d'actualisation et modélisations des choix d'investissement 146

A) Risques liés aux fluctuations économiques et valeur des actifs 147

B) Modélisation des choix (organisationnels) d'investissement dans un contexte avec fluctuations économiques 152

CHAPITRE 2 : FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES, COÛT DES SOURCES DE FINANCEMENT ET POLITIQUE DE FINANCEMENT 161

Section 1 : Fluctuations économiques, coût de sélection adverse et décisions de financement 167

A) Modèle simplifié de politique de financement en l'absence de cycle économique 169

B) Le modèle en présence de cycle économique 171

C) L'incidence des fluctuations économiques… 174

Section 2 : Fluctuations économiques, conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers et décisions de financement 181

A) Points originaux de la théorie 183

B) Modélisation des décisions de financement avec fluctuations économiques selon Krainer (1992) 186

Section 3 : Fluctuations économiques, asymétrie d'information sur les options d'investissement et décisions de financement 197

A) Mode de sélection des investissements : relation entre activité macro-économique et qualité des projets entrepris 198

B) Formes des relations contractuelles avec les intermédiaires financiers et signalisation de la qualité des projets à partir des choix de financement des entreprises 204

Section 4 : Fluctuations économiques, comportements des dirigeants et décisions de financement.....*211*

A) Perception par le dirigeant de son espace décisionnel durant le cycle d'affaires à travers sa capacité d'autofinancement.....212

B) Choix de partenaires financiers selon les différentes phases du cycle économique et les objectifs des dirigeants.....214

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE.....224

PARTIE 3 : APPLICATION AU MARCHÉ FRANÇAIS.....227

A) Mesures empiriques et méthodes de tests sur le marché primaire.....229

B) Mesures empiriques et méthodes de tests au niveau local.....230

CHAPITRE 1 : ACTIVITÉ AU PALAIS BRONGNIART ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE FRANÇAISE SUR LA PÉRIODE 1982-1997.....236

Section 1 : Fluctuations économiques et volume d'activité sur le compartiment primaire du marché boursier en France.....*240*

A) Description statistique de l'activité d'émissions d'actions par les entreprises françaises sur le compartiment primaire du marché.....241

B) Les niveaux d'activité sur le compartiment primaire en France sont-ils liés aux fluctuations macro-économiques ?.....252

Section 2 : Réactions des investisseurs sur le marché boursier à l'annonce d'émissions d'actions selon le contexte économique et le contexte boursier *271*

A) La méthodologie de l'étude d'événements et de l'extraction des taux de rentabilité anormaux…….....273

B) Une explication des réactions des cours à l'annonce d'une émission d'actions par la conjoncture macro-économique et l'activité sur le compartiment primaire, contrôlée par les facteurs traditionnels.....278

CHAPITRE 2 : LE COMPORTEMENT DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES DANS LEURS CONTEXTES ÉCONOMIQUE ET BOURSIER DE 1987 À 1997 ... 298

Section 1 : Descriptions empiriques des structures financières et de financement des entreprises de 1987 à 1997 ... 303

A) Résumés statistiques des structures financières des entreprises françaises non financières de 1987 à 1997 ... 304

B) Résumés statistiques des flux de liquidités des entreprises françaises non financières de 1988 à 1997 ... 312

C) Décomposition des flux de financement ... 321

D) Le financement de l'investissement des entreprises du SBF250 entre 1987 et 1997 ... 334

Section 2 : Spécifications économétriques des tests d'hypothèses portant sur la structure de financement ... 349

A) Les conflits entre actionnaires et créanciers déterminent-ils les choix de financement des entreprises selon le cycle économique français de 1987 à 1997 (H5)? ... 350

B) Les politiques de financement des dirigeants sont-elles liées aux fluctuations de l'économie française de 1987 à 1997 ? ... 375

CONCLUSION DE LA TROISIÈME PARTIE ... 398

CONCLUSION GÉNÉRALE ... 401

A) Les apports théoriques ... 401

B) Les apports empiriques ... 403

C) Limites et ouvertures ... 406

ANNEXES ... 409

1. PRÉSENTATION DU MODÈLE DE MYERS ET MAJLUF (1984) ... 410

A) Le modèle de Myers et Majluf ... 410

B) Le modèle revisité avec un effet cyclique sur la valeur des actifs ... 412

2. PRÉCISION SUR LES NOTIONS DE FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES ... 415

A) Résumé des définitions des fluctuations économiques ... 415

B) La pratique empirique des fluctuations économiques ... 418

C) Les sentiments des dirigeants à propos du contexte économique ... 427

3. MISE EN ÉVIDENCE DE LA RELATION ENTRE FLUX ET ACTIVITÉ À PARTIR DE LA FORMULE DE LA VAN 428
4. LES MODÈLES DE DONNÉES DE PANEL 430

TABLE DES ILLUSTRATIONS 436
FIGURES 436
GRAPHIQUES 436
TABLEAUX 437

BIBLIOGRAPHIE 441

TABLE DES MATIÈRES 451