

Organisation et décisions financières

Georges GALLAIS-HAMONNO et Nathalie MOURGUES

Professeurs à l'Université d'Orléans

Dans « La Richesse des Nations » A. Smith fut le premier auteur à poser le problème auquel peut se heurter toute forme d'organisation impliquant une séparation entre les organes de décision et la propriété du capital engagé. Mais c'est Berle et Means qui soulignent les premiers en 1932 la relation d'agence « actionnaires-dirigeants ».

Cela dit, le courant de pensée suscité par Berle et Means, la théorie managériale, est resté fort éloigné de la théorie financière de l'agence : leur vision de l'entreprise s'oppose fondamentalement à celle qui devait permettre à la théorie financière de l'agence de voir le jour dans les années 1970.

Berle et Means ont initié un courant économique qui est resté centré sur l'étude de la fonction objectif de l'entreprise. Ils ont eux-mêmes bien résumé les préoccupations posées par la relation d'agence propriété-direction, qui ont été celles de la théorie managériale qu'ils devaient promouvoir : « *Nos conclusions vont directement à l'encontre du fameux principe de l'initiative individuelle dans l'entreprise ; elles nous obligent à réexaminer les motivations de la firme privée, les objectifs en fonction desquels elle doit être, ou peut être dirigée.* »

Une des raisons expliquant les fortes dissemblances entre théorie managériale et théorie financière de l'agence réside dans la conception même que ces deux théories ont de l'entreprise : la théorie managériale a une vision « de l'entreprise institutionnalisée » ; vision qui s'oppose fondamentalement à la représentation de l'entreprise comme un ensemble de relations contractuelles qui est au cœur de la théorie financière de l'agence.

Ainsi, dans la théorie managériale, l'entreprise en tant qu'institution sociale productive ne saurait être remise en cause et avoir une existence qu'il conviendrait de justifier : elle est, un point c'est tout. Certes, la théorie managériale admet que l'entreprise est composée d'un ensemble de groupes d'individus qui n'ont pas forcément les mêmes intérêts, mais il n'en demeure pas moins que, pour elle, l'entreprise doit avoir un objectif et que ce dernier ne peut que s'imposer à ses membres.

Quelques années après Berle et Means, Coase (1937) était le premier à poser la question : « Pourquoi les entreprises existent-elles ? » En définissant l'entreprise « *comme un système de relations qui apparaît quand la répartition des ressources*

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

dépend de l'entrepreneur » et en apportant une réponse à la question « pourquoi la coordination par le management se substitue-t-elle dans certains cas à une coordination économique par les prix », Coase a posé les fondements de la vision contractuelle des organisations caractérisant la théorie financière de l'agence¹.

L'apport de la théorie des droits de propriété à la théorie financière de l'agence

À la fin des années 1960, début 1970, le courant de recherches appelé « Théorie des droits de propriété » naît aux États-Unis. Il analyse l'organisation économique sur laquelle repose le régime de la propriété des moyens de production.

Les droits de propriété sont définis selon Pejovich (1969) « *comme étant les relations codifiées entre les hommes et qui ont rapport à l'usage des choses.* » Selon cette théorie le régime de la propriété privée possède deux caractéristiques : l'exclusivité absolue dans l'usage d'un bien et la libre transférabilité de ce droit. À l'opposé, le régime de la propriété publique est caractérisé par la suppression de ces deux éléments.

Entre les deux, selon que les deux caractéristiques de base du régime de la propriété privée sont plus ou moins atténuées, se dessine une variété de régimes de propriété possibles.

Dans le régime de la propriété privée, l'exclusivité absolue dans l'usage d'un bien, en servant les intérêts propres à chacun des individus, sert aussi l'intérêt collectif. Quant à la libre transférabilité de ces droits, elle garantit une réallocation permanente des ressources et elle assure, de ce fait, que les biens sont utilisés avec la meilleure efficacité possible. Ces deux principes sont strictement nécessaires pour assurer un processus d'allocation optimale des ressources par le marché — quelle que soit, par ailleurs, la répartition des droits.

Si la propriété privée combinée à la logique du marché permet d'assurer le processus optimal d'allocation des ressources, comment alors justifier l'existence de l'entreprise et quelle est sa nature ?

Depuis Coase (1937) on admet que c'est l'existence des coûts de transaction qui rend plus avantageuse l'organisation des ressources à l'intérieur de l'entreprise. Les coûts de transaction sont tous les coûts qui doivent être supportés par les agents pour faire appliquer leurs droits de propriété ; ce sont les coûts d'échange dus à l'utilisation du système de prix : coût de détermination d'un prix non révélé, coût d'opportunité lorsque les contrats sont répétitifs... Ainsi que le décrit Joffre (1987) le processus marchand est compliqué et coûteux : « *Il faut trouver un client, négocier, assurer une certaine qualité de prestation et livrer la marchandise. Au temps et à l'énergie s'ajoute l'incertitude des transactions entre individus tentés quelquefois de retenir l'information, voire même conduits à mentir.* »

Aux coûts liés à l'élaboration des contrats, certains auteurs ajoutent les coûts dus à l'utilisation directe du marché des actifs de biens physiques (Williamson, 1970 ; Husson, 1987) ; coûts qui rendent préférable l'utilisation des marchés d'actifs financiers. Ainsi que le souligne Husson ces coûts renforcent la justification de l'entreprise : « *En déplaçant le lieu des transactions du marché imparfait des titres de propriété sur les actifs physiques vers le marché, beaucoup plus fluide et efficient, des actifs financiers, la constitution d'entreprises permet de réduire les coûts de transaction.* »

Les coûts de transaction ou coûts d'échange font que l'entreprise supprime le

¹ — Il a fallu attendre plus de vingt ans pour que sa question et sa réponse soient redécouvertes.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

marché comme mode d'allocation des ressources. L'entreprise devient ainsi une forme d'organisation concurrente du système de prix bien que de même nature. Comme le système de prix, l'entreprise est par définition dépendante du système de la propriété privée et s'oppose en cela à tout autre système de propriété (publique, mutualiste...).

L'entrepreneur est alors défini comme un coordinateur qui intègre des activités, réduit les coûts d'information, substitue des contrats à long terme à une série de contrats à court terme... Il est un agent qui exerce un ensemble de fonctions d'orientation, d'organisation et d'évaluation précédemment assumées par le marché (Coase, 1937 ; Alchian et Demsetz, 1972).

Reste à savoir dans quelles conditions l'entreprise en tant que forme d'organisation peut conduire à une allocation optimale des ressources. Concrètement le problème réside dans la difficulté d'appliquer au sein de l'organisation la règle de la rémunération de chaque membre de l'équipe en fonction de sa productivité marginale. En effet, il est impossible en pratique de mesurer la contribution de chacun et d'éviter le problème du « passager clandestin » à l'intérieur de l'équipe.

C'est pourquoi un contrôle hiérarchique est nécessaire (Alchian et Demsetz, 1972) ; il faut un « superviseur » dont la fonction est de mesurer, d'évaluer et de contrôler les performances de chaque membre de l'équipe. Son rôle est d'éviter que les individus ne profitent qu'une production collective sans fournir une réelle contribution individuelle en contrepartie. Cela dit, la question de savoir qui va contrôler le « superviseur » demeure. Selon ces auteurs, la solution efficace consiste à dissocier la rémunération du superviseur de celle des autres membres de l'organisation.

Cette dissociation existe dans l'organisation capitaliste avec le statut de « l'employeur-entrepreneur ». L'entrepreneur est l'agent central qui assure la responsabilité de gérer l'ensemble des contrats privés qu'il a conclus individuellement avec les autres membres de l'équipe. Ces contrats engagent l'entrepreneur à verser une rémunération fixée a priori tout en lui donnant la responsabilité de la mise en œuvre et de l'exécution des décisions. Ces engagements a priori l'obligent à assumer le risque financier, ce qui le désigne comme le bénéficiaire du résultat net ou résultat résiduel (d'où l'appellation de « créancier résiduel »).

181

Donc la théorie des droits de propriété, en ce qui nous concerne ici explique l'existence de l'entreprise en tant que « nœud de contrats » avec un agent central, l'entrepreneur ; développe les conditions de l'efficacité économique pour toute organisation ; explicite la liaison entre pouvoir de contrôle et de direction de l'entreprise et la prise de risque ; mais reste limitée à une vision de l'entreprise personnelle.

C'est la théorie financière de l'agence qui intègre cette vision contractuelle de l'entreprise à la problématique posée par l'existence de relations d'agence. La théorie financière de l'agence explique la diversité des formes entrepreneuriales, analyse les conflits potentiels propres à chacune de ces formes et devrait réconcilier les partisans et adversaires de la théorie néo-classique de la firme.

La généralité des relations d'agence et de leurs coûts

Presque au même moment, deux auteurs développent les conséquences analytiques et pratiques de la situation générale des individus qui se trouvent « en relation d'agence » dans leur vie économique.

Selon Ross (1973) une relation d'agence apparaît entre deux individus (ou plus) quand l'un, l'agent ou le mandataire, agit soit comme représentant, soit pour le compte du second désigné comme le principal ou le mandant. La définition de Jensen

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

et Meckling (J. & M., 1976) est proche de celle de Ross : « *C'est un contrat selon lequel une, ou plusieurs personnes, le principal ou mandant, engage une autre personne, l'agent ou mandataire, pour accomplir des services en son nom, services qui impliquent la délégation d'un pouvoir de décision.* »²

En faisant intervenir explicitement les notions de représentation et de délégation dans la relation contractuelle J. & M. donnent une définition relativement restrictive de la relation d'agence alors que Pratt et Zeckhauser (1985) donnent une définition plus étendue. Pour ces auteurs une relation d'agence apparaît entre deux individus dès que la situation de l'un dépend de l'action de l'autre ; l'individu qui décide de l'action étant l'agent, celui qui est affecté par la décision étant le principal. L'intérêt de cette définition est d'étendre la relation d'agence à toute relation de coopération entre les individus : par exemple, le médecin est l'agent par rapport au patient qui requiert ses services ; de même le consultant est l'agent de son client³.

Il est important de remarquer que la définition extensive de la relation d'agence ne permet pas l'analogie, qui est souvent faite, entre la relation d'agence et le contrat juridique de mandat. En effet, le contrat de mandat prévoit la délégation d'un pouvoir de décision et de représentation du mandant par le mandataire : la relation est univoque. Or dans une relation de coopération cette délégation peut être bi-univoque car il peut y avoir réciprocité entre les deux partenaires. Par ailleurs la relation de mandat induit des relations à l'égard des tiers, ce qui n'est pas forcément le cas dans une relation d'agence. Bref, la relation d'agence n'est pas délimitée par le droit du contrat de mandat : elle est plus générale et plus extensive.

Examinons maintenant les caractéristiques de la relation d'agence et les coûts qui y sont liés. La première est caractérisée par deux éléments : la divergence d'intérêt entre le principal et l'agent ; l'information imparfaite et asymétrique entre les intéressés.

La première caractéristique réside dans le conflit d'intérêts entre le principal et son agent. La théorie retient, en effet, les hypothèses classiques de comportement et suppose, donc, que principal et agent ont chacun leur propre fonction d'utilité qu'ils cherchent à maximiser. Cette divergence d'intérêts est une condition nécessaire mais non suffisante : en effet, ce conflit latent d'intérêts pourrait être résolu par un contrat qui inciterait l'agent à agir dans le sens des intérêts du principal.

D'où l'importance de la deuxième caractéristique : l'incertitude qui porte sur le résultat issu des termes du contrat. Deux éléments contribuent fondamentalement à ce résultat : l'action de l'agent et l'état de la nature ; or l'action de l'agent est imparfaitement observable et, par ailleurs, il est coûteux de prévoir toutes les éventualités de la nature. De plus il existe généralement une asymétrie dans l'information au détriment du principal : l'agent pouvant détenir des informations dont le principal ne dispose pas.

Ainsi dans une situation d'information imparfaite et asymétrique l'établissement et l'exécution des contrats deviennent coûteux. En outre, il est peu probable que le contrat soit exhaustif ; il subsiste des failles permettant notamment à l'agent d'améliorer sa satisfaction aux dépens du principal.

Ce conflit « principal-agent » génère ce que l'on appelle les « coûts d'agence » : les coûts de surveillance ; les coûts de justification ; les coûts de détournements ou résiduels.

2 — Les définitions de Jacquillat-Levasseur (1984) et Quintart-Zisswiller (1985) sont proches de celle de J. & M.

3 — Cette extension de la relation d'agence avait été envisagée, mais non développée, par J. & M. ; ils avaient, d'ailleurs, donné l'exemple de la co-rédaction de leur article.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

Les coûts de surveillance sont les dépenses engagées par le principal pour observer les agissements de son mandataire. Ce sont les coûts du contrôle supportés par le principal. Les coûts de justification sont les coûts engagés par le mandataire pour justifier la qualité de ses décisions et se dédouaner aux yeux du mandant. On remarquera que dans la relation d'agence qui lie les actionnaires aux dirigeants ces coûts de justification sont supportés par l'entreprise, c'est-à-dire, en définitive, par les ayants droit au résultat résiduel. Enfin les coûts résiduels sont des coûts d'opportunité. Au moment où le coût du contrôle excède les bénéfices que le principal peut en retirer, il cesse de contrôler et l'agent se trouve en situation de « détournement des profits » (Gallais-Hamonne, 1983).

Le domaine de prédilection des relations d'agence se trouve dans l'entreprise. L'analyse développée par la théorie financière porte précisément sur les relations « actionnaires-dirigeants » et « créanciers-actionnaires ».

COEXISTENCE DES FORMES D'ORGANISATION

À la suite de J. & M., la théorie financière de l'agence est à la confluence de l'analyse strictement économique de la théorie des droits de propriété et de la théorie financière moderne issue de Markowitz (1952) et de Sharpe (1964). Son objet est de répondre à la question : pourquoi existe-t-il plusieurs formes d'entreprises et comment coexistent-elles ?

Les conditions d'efficacité des différents types d'entreprises privées

Fama (1980) remet en cause les deux aspects traditionnels de l'entreprise : l'entrepreneur et la propriété de l'entreprise.

Il faut d'abord rompre avec la notion d'entrepreneur parce que cette notion recouvre deux fonctions économiques différentes qui ont chacune leur propre marché. D'une part la fonction de prise de risque qui est assurée par tous les individus qui apportent des capitaux, dont la rémunération n'est pas garantie a priori et qui utilisent un marché spécifique, le marché financier. D'autre part la fonction de direction et de gestion de l'entreprise, exercée par les « managers » et qui s'exprime sur le marché du travail (ou du capital humain). Il convient, donc, de considérer que la séparation entre propriété du capital et direction est la résultante rationnelle d'une spécialisation des fonctions.

Toujours selon Fama, la notion de propriété de l'entreprise est un concept peu pertinent : on ne saurait confondre propriété du capital et propriété de la firme. Seule importe la propriété des facteurs de production. C'est pourquoi le contrôle de la décision dans l'entreprise ne doit pas nécessairement être réservé aux actionnaires mais à tous les agents qui acceptent l'engagement a priori de leur richesse sans une garantie de rémunération. Mais, dans la mesure où l'actionnaire porte un risque plus élevé, la fonction de contrôle doit lui être réservée prioritairement.

Fama et Jensen (1983) approfondissent la fonction de direction et de gestion de l'entreprise quand ils analysent en détail le processus de décision. Cela les conduit à distinguer deux fonctions : la fonction de décision proprement dite (initiation puis mise en œuvre de la décision) et la fonction de contrôle de la décision (ratification des décisions proposées et mesure des performances obtenues).

Sur la base de la différenciation de ces trois fonctions (fonctions de prise de risque, de décision et de contrôle), Fama et Jensen (1983 a, page 304) établissent deux propositions fondamentales qui représentent les conditions d'efficacité de chaque type d'entreprise :

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

- La règle de base : « La séparation entre fonction de prise de risque et le processus de décision conduit à un système où la fonction de décision (initiation et mise en œuvre) est séparée de la fonction de contrôle (ratification et surveillance). »
- Son corollaire : « Le regroupement de la fonction de décision et de celle du contrôle entre les mains d'un nombre restreint d'individus conduit à une répartition des droits de propriété qui doit être largement limitée à ces mêmes agents. »

Ce sont les coûts d'agence qui expliquent ces deux conditions d'efficience : si l'exercice du contrôle n'est pas disjoint des agents qui décident, alors les droits de propriété doivent être avant tout réservés à ces mêmes agents. Cette situation est celle des entreprises de type « fermé » dans lesquelles on adopte une forme d'organisation qui évite les coûts d'agence de la relation actionnaires-dirigeants. En revanche, dans les entreprises « ouvertes », le contrôle des coûts d'agence se pose avec une acuité particulière parce que les agents qui décident ne supportent pas les conséquences de leurs décisions ; il doit y avoir séparation de la décision et du contrôle ; la séparation propriété-décision induisant la séparation décision-contrôle. Ainsi s'opposent, de par leur organisation des fonctions entrepreneuriales, les entreprises fermées qui ont un contrôle interne et les entreprises ouvertes qui nécessitent un contrôle externe.

DES ENTREPRISES OUVERTES OU FERMÉES

Une des interrogations importantes qu'essaie d'éclairer la théorie contractuelle est la suivante : quels sont les facteurs qui rendent préférables, car plus efficaces, les organisations de type « fermé » ? Dans quelles circonstances peut-on considérer que le mode d'organisation « ouvert », c'est-à-dire avec spécialisation dans l'exercice des trois fonctions entrepreneuriales, peut être efficace ?

Lorsque les organisations sont non complexes, généralement de plus petite taille, la possibilité de faire l'économie des coûts d'agence rend optimales les organisations de type fermé. La non-complexité des organisations signifie, pour Fama et Jensen, que les connaissances et informations spécifiques nécessaires à la décision et à son contrôle peuvent être concentrées entre un faible nombre de personnes. En situation plus complexe il est alors efficace d'allouer les fonctions de décision et de contrôle aux mêmes agents. Dans ce cas la sauvegarde des intérêts des actionnaires implique alors qu'il y ait combinaison des trois fonctions, propriété-décision-contrôle, entre les mains des mêmes individus.

En restreignant les droits de propriété aux décideurs on supprime les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants. Mais on perd les avantages qui sont liés au partage du risque au travers la diversification du portefeuille de l'actionnaire (la gestion optimale du risque selon la théorie de portefeuille s'applique aussi bien aux petites organisations qu'aux grandes), ainsi que ceux qui peuvent être attachés à la spécialisation de la fonction de décision (les critères de choix d'un décideur n'étant pas les mêmes que ceux qui font accepter le risque aux agents). Aussi la renonciation à la séparation des fonctions tend à diminuer les droits liés à la propriété du capital et à élever le coût du service de la prise de risque et donc, en définitive, à élever le coût du capital de l'entreprise. Ceci a pour conséquence directe de pénaliser l'organisation dans la compétition de type « fermé » pour survivre.

En résumé, selon Fama et Jensen, les organisations fermées ou organisations avec contrôle interne sont des organisations de nature non complexe. Elles sont efficaces et doivent subsister tant que le bénéfice d'un partage du risque et de la spécialisation des fonctions sont moindres que les coûts qui devraient être supportés pour résoudre les problèmes d'agence spécifiques aux entreprises ouvertes.

Les organisations ouvertes, quant à elles, sont des organisations complexes et

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

généralement de grande dimension. Leur gestion implique une certaine délégation du pouvoir de décision dans la mesure où les informations nécessaires à la décision sont réparties entre de nombreux agents à tous les niveaux de l'organisation et que, par ailleurs, elles sont coûteuses à transférer. C'est leur complexité qui induit la spécialisation de la fonction de décision.

Si la société ouverte présente les inconvénients des coûts d'agence, elle jouit de nombreux avantages par rapport à la société fermée, notamment :

- La société ouverte permet aux actionnaires la diversification de leur portefeuille ; ils peuvent donc avoir une gestion optimale du risque.
- Elle permet le développement et l'élargissement de la fonction de prise de risque. Il en résulte un avantage pour l'économie tout entière.
- La société ouverte permet également les avantages liés à la spécialisation des fonctions : les agents qui peuvent exercer la fonction de décision ne sont pas forcément les mêmes que ceux qui détiennent le capital financier.

LA THÉORIE CONTRACTUELLE DES ORGANISATIONS

Caractéristiques	Type d'organisation	
	Entreprise fermée	Entreprise ouverte
1. Degré de complexité	Organisation non complexe — Dimension réduite — Âge : plus jeune — Information concentrée	Organisation complexe — Taille élevée — Entreprise plus âgée — Information diffuse
2. Répartition des titres	— Titres concentrés entre les mains des dirigeants — Négociabilité limitée des titres	— Les dirigeants ne détiennent pas ou peu de titres de propriété — Titres librement négociables
3. Organisation des fonctions entrepreneuriales	Non-séparation des fonctions propriété-décision-contrôle	Séparation propriété-décision Séparation décision-contrôle
4. Facteurs favorables	Absence des coûts d'agence liés à la séparation propriété-décision	— Développement de la fonction de prise de risque — Gestion optimale du risque par le marché financier — Spécialisation des fonctions
5. Facteurs défavorables	Non-diversification et augmentation du coût du capital	Existence des coûts d'agence liés à la séparation propriété-décision
6. Exemple-type	Société unipersonnelle	Société cotée avec un très grand nombre d'actionnaires

Source : Mourgues, 1987.

Évidemment, dans la réalité, les entreprises se situent dans un *continuum* de formes d'organisation par rapport à ces deux types opposés, entreprise ouverte-entreprise fermée⁴.

⁴ — De Angelo et De Angelo (1985), par exemple, mettent en lumière l'existence d'un type d'organisation intermédiaire dans laquelle les dirigeants et leur famille détiennent des droits de vote majoritaires alors qu'ils sont minoritaires en capital.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

Néanmoins on peut tenter de vérifier les implications de la théorie financière de l'agence à partir d'un échantillon constitué de catégories de sociétés différentes selon le degré de la relation d'agence unissant les actionnaires et les dirigeants. C'est ce qu'a fait Mourgues (1987). Elle a subdivisé un gros échantillon de 199 sociétés cotées à Paris en trois sous-groupes : sociétés « fermées » (25 % de l'échantillon), sociétés « ouvertes » (20 % de l'échantillon) et sociétés « filiales » de groupes (55 %) sur les années 1982-1984.

L'analyse de la rentabilité économique vérifie directement l'existence du coût de la relation d'agence actionnaires-dirigeants : le groupe des sociétés « fermées » est plus rentable d'environ 3 points que les sociétés « ouvertes », une fois que sa rentabilité a été ajustée pour tenir compte de ses caractéristiques de taille, de croissance, d'âge et de coefficient de capital⁵.

À l'inverse Mayers et Smith (1986) trouvent un résultat contraire quand ils étudient 30 compagnies d'assurance américaines qui se sont transformées de sociétés par actions en mutuelles. À partir d'une méthodologie fondée sur l'analyse chronologique⁶, il semble qu'aucun des trois groupes d'individus concernés (assurés, actionnaires, managers) ne perde à cette transformation, alors que la théorie implique que les actionnaires devraient y perdre et les managers y gagner.

LES MÉCANISMES DE SOLUTION DU CONFLIT « ACTIONNAIRES-DIRIGEANTS »

Pour résoudre les conflits entre actionnaires et dirigeants dans les entreprises ouvertes il existe différents mécanismes de contrôle ; ces mécanismes doivent contribuer à discipliner les dirigeants afin de les amener à œuvrer dans le sens des intérêts des créanciers résiduels.

Malgré leurs interdépendances, ces mécanismes peuvent être regroupés en fonction des trois marchés sur lesquels ils s'exercent.

Le contrôle par le marché des biens et services

Reprenant le principe de sélection naturelle défendu par Hayek (1980)⁷ la théorie contractuelle des organisations considère que seules peuvent survivre les firmes qui sont capables d'offrir les produits demandés au moindre coût.

Le marché concurrentiel des biens et services représente, donc, la première contrainte qui s'impose aux dirigeants des entreprises. Ces derniers ne peuvent opérer de trop forts « détournements » sans qu'il en résulte, en raison de leur répercussion sur le prix, une baisse de la capacité compétitive de la firme. Ainsi les dirigeants, à condition que la firme opère sur des marchés effectivement concurrentiels, sont contraints par ces derniers à diriger l'entreprise selon les intérêts des actionnaires (Hart, 1983).

Cependant cette contrainte peut être relativement faible dans certains cas : le marché est insuffisamment concurrentiel et ne sanctionne pas la firme malgré des prélèvements importants ; ou bien des barrières à l'entrée sont particulièrement

5 — Il faut noter qu'une autre recherche du même auteur (Mourgues, 1988) met en lumière que le marché boursier ne tient compte qu'indirectement de l'intensité de la relation d'agence à travers les caractéristiques financières et de tailles propres à chaque groupe.

6 — Il est possible que la méthodologie utilisée conditionne les résultats obtenus. Toutes les autres recherches qui utilisent la méthode de la coupe instantanée obtiennent le résultat contraire (Nicols, 1967 ; Spiller, 1972 ; French, 1980 ; O'Hara, 1981). Voir le cas inverse de transformation de mutuelles de dépôts en sociétés anonymes in Masulis (1987).

7 — Cf. Charreaux (1987) qui souligne que Darwin a emprunté le principe auquel il a donné son nom aux sciences sociales.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

fortes ; ou bien encore l'entreprise bénéficie d'une situation de rente. Bref, la pression du marché des biens et services pour discipliner les dirigeants ne peut être réellement efficace que si les marchés sont « contestables ».

Le contrôle par le marché du travail des dirigeants

Il faut également tenir compte du profil de carrière des dirigeants. Il est dans leur intérêt personnel de préserver leur capital humain et d'apparaître des dirigeants performants. Certes ceci peut les conduire à des « coûts de justification » afin d'augmenter à l'extérieur leur notoriété, mais la meilleure de leur publicité reste encore les résultats obtenus. En ce cas, leur intérêt coïncide avec celui des actionnaires.

Cette convergence d'intérêts sera amplifiée, sinon suscitée, par l'adoption, au sein de l'entreprise, de systèmes de rémunération incitatifs. Ces systèmes peuvent être de deux sortes. D'une part la rémunération peut se composer d'une partie variable liée à l'obtention de résultats comptables spécifiés à l'avance. D'autre part la distribution d'actions ou d'options peut conduire à ce que la partie variable de la rémunération totale du dirigeant soit beaucoup plus importante que sa rémunération salariale de base (Haugen et Senbet, 1981). Les travaux empiriques effectués ces dernières années aux États-Unis et cités par Husson (1987) sont très révélateurs de la généralité de ces systèmes et de leur importance pour le manager concerné.

Il faut naturellement mentionner le rôle du conseil d'administration en tant que mécanisme de contrôle des dirigeants. Pour Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) il représente l'organe de contrôle direct des dirigeants à condition de respecter trois conditions : la compétence de ses membres, la présence d'administrateurs non dirigeants pour arbitrer les désaccords entre les dirigeants, enfin l'absence de collusion avec les managers⁸. Ces conditions se trouvent vérifiées dans le cas français selon Charreaux et Pitol-Belin (1985 a, b).

On doit également remarquer que le marché boursier ne reste pas indifférent aux décisions des conseils d'administration concernant les dirigeants de très haut niveau. En effet, Furtado et Rozeff (1987) montrent que les annonces de nomination, de promotion ou mutation et — cas plus rares — de licenciement entraînent des variations « anormales » (et significatives) des cours boursiers des sociétés concernées.

Ceci souligne l'interdépendance du marché des dirigeants et du marché financier. De même qu'il reste un dernier mécanisme pour résoudre le conflit latent actionnaires-dirigeants : la crainte d'une prise de contrôle de la société qui aboutirait au licenciement.

Le contrôle par le marché financier

Manne (1965) a été le premier auteur à développer l'idée selon laquelle la valeur de marché d'une entreprise se trouve liée à la gestion de ses dirigeants. Si les actionnaires sont mécontents ils ont toujours la possibilité de vendre leurs titres. S'ils sont suffisamment nombreux à le faire, une baisse du titre en résulte qui conduit à des effets défavorables pour les dirigeants : difficultés dans l'émission de nouveaux titres, baisse de rémunération si cette dernière est indexée sur le cours de l'action, etc.

Plus originale est la position de Jensen et Ruback (1983) pour qui la prise de contrôle est une composante importante du marché des dirigeants. Pour ces auteurs, « le marché de la prise de contrôle est un marché sur lequel des équipes de dirigeants

8 — Cf. l'histoire Beghin-Say en 1988.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

concurrentes se disputent le droit de gérer les ressources des entreprises ». Ainsi décrite, la prise de contrôle permet une discipline de l'équipe dirigeante malgré le rôle passif des actionnaires. L'actionnaire se contente, alors, simplement de répondre à la meilleure offre sur le marché. Cette analyse justifie que les entreprises bien gérées aient intérêt à se signaler sur le marché et à renforcer, ce faisant, l'efficacité du marché financier.

Le marché de la prise de contrôle est en fait à l'intersection du marché financier et du marché des dirigeants : ce sont les dirigeants qui sont capables de mener à bien les opérations de prise de contrôle ; ce sont eux qui risquent de subir les conséquences de la prise de contrôle adverse ; mais ce sont les actionnaires qui détiennent les moyens qui permettent le fonctionnement du mécanisme puisque ce sont eux qui détiennent le droit de vote.

Ceci explique que des recherches aient été conduites pour savoir si l'adoption de mesures anti-OPA par les dirigeants de sociétés cotées américaines correspond à une stratégie au bénéfice des actionnaires ou au contraire à une stratégie de renforcement du pouvoir des managers vis-à-vis des risques de prise de contrôle externe. Les résultats de De Angelo et Rice (1983) confirment faiblement la seconde hypothèse. Une étude plus récente de Jarrell et Poulsen (1987) confirme plutôt la première ! L'analyse détaillée de l'annonce de mesures anti-OPA par 600 firmes entre 1979-1985 n'indique aucune variation « anormale » significative des cours boursiers des sociétés concernées. On note néanmoins des réactions différentes selon la clause anti-OPA proposée.

Mais l'attitude du dirigeant vis-à-vis d'une OPA peut dépendre du résultat des mécanismes d'intéressement mentionnés plus haut. Il peut réagir en tant qu' « actionnaire » recherchant la prime d'OPA et non en tant que dirigeant en situation risquée (De Angelo, De Angelo et Rice, 1984 ; De Angelo et Rice, 1983).

Seconde composante du contrôle des dirigeants par le marché financier : l'attitude des actionnaires vis-à-vis d'une prise de contrôle. Comme cette attitude se matérialise par leur vote, on saisit immédiatement l'importance et la valeur du droit de vote de l'action, indépendamment de ses droits pécuniaires.

Ceci explique les recherches effectuées sur les sociétés ayant deux catégories d'actions, des actions ordinaires (à droit de vote) et des actions subalternes (sans droit de vote)⁹.

Il est intéressant de noter que la théorie de l'agence avance des arguments opposés quant aux raisons et conséquences de la création d'actions sans droit de vote.

Les arguments selon lesquels il s'agit d'une stratégie de défense de leur situation par les managers semblent évidents. D'une part, cela peut diminuer les risques de prise de contrôle, faisant perdre d'ailleurs aux actionnaires l'avantage latent de la prime d'OPA. D'autre part, cela augmente le conflit entre actionnaires et dirigeants si leur part dans le capital diminue alors que leur propre pouvoir augmente. Enfin, comme les droits de vote permettent d'élire les membres du conseil d'administration, cela diminue la régulation par le marché des dirigeants. Pour toutes ces raisons, la probabilité que les managers prennent des décisions qui ne maximisent pas la valeur de la firme augmente.

9—Il faut remarquer que toutes ces études sur des comportements ou décisions spécifiques de sociétés requièrent une collecte manuelle des données extrêmement longue et certainement fastidieuse, à partir de sources documentaires différentes. Ces recherches n'ont rien de commun avec les études uniquement « boursières » qui utilisent des bases de données informatiques complètement « propres », dont les plus usuelles sont celles du CRESO de la Chicago Business School et le COMPUSTAT.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

Mais la théorie de l'agence propose aussi des arguments « positifs », selon lesquels cette décision va dans le sens de l'intérêt des actionnaires. En effet, avec des droits de vote plus concentrés, un noyau dur d'actionnaires peut soit contrôler plus efficacement les dirigeants, soit obtenir de meilleures conditions en cas de prise de contrôle.

Par ailleurs, les actionnaires vont bénéficier de la continuité de direction. Alchian et Demsetz (1971) suggèrent que l'émission d'actions sans droit de vote diminue la possibilité que des dirigeants efficaces soient licenciés à l'issue d'une prise de contrôle, puisque cette dernière est rendue plus difficile. De même De Angelo et De Angelo (1985) pensent que cela donne aux dirigeants une incitation plus forte à s'investir et à se spécialiser dans la société¹⁰.

Les vérifications empiriques n'apportent pas de réponse claire à ces deux hypothèses opposées ; plus exactement elles apportent une réponse asymétrique : la création d'actions sans droit de vote renforce le pouvoir des dirigeants mais ce n'est peut-être pas au détriment des actionnaires.

Les 45 sociétés américaines analysées par De Angelo et De Angelo (1985) qui avaient en 1980 des actions ordinaires et des actions subalternes montrent que les dirigeants et leurs familles possédaient 56,9 % (médiane) des droits de vote, soit presque le double de leurs droits pécuniaires (24 %, médiane).

De même Patch (1987), au sein des 44 entreprises américaines qui ont émis entre 1962 et 1984 deux classes d'actions, trouve l'évolution suivante pour les dirigeants et les membres du conseil d'administration. Avant l'émission d'actions subalternes ils possédaient en moyenne 48,6 % du capital ; après, ils possèdent 58,6 % des droits de vote mais seulement 43,7 % du capital.

Enfin Jog et Riding (1986) étudient l'évolution boursière de 33 sociétés canadiennes possédant deux catégories d'actions. Ils constatent une baisse moyenne de 7 % de la rentabilité (ajustée pour le risque) des actions subalternes par rapport aux actions ordinaires juste après leur émission. Ils attribuent cette baisse aux arbitrages effectués par les dirigeants qui vendent leurs actions subalternes qu'ils ont reçues¹¹ pour acquérir des actions ordinaires et renforcer ainsi leur position.

189

Une autre manière d'appréhender le problème est de regarder si les cours boursiers des deux catégories d'actions sont identiques ou bien si, au contraire, le « droit de vote » possède une valeur propre. Lévy (1982) trouve une prime moyenne de 100 % au profit de l'action à droit de vote sur 24 entreprises cotées à la bourse de Tel Aviv en 1984. Lease et alii (1983) constatent une prime plus « raisonnable » de 5,44 % sur 26 sociétés américaines durant la période 1940-1978. Enfin Dumontier (1987) trouve une prime de 5 % sur 43 sociétés cotées à Toronto et Montréal¹². Ce « prix » du droit de vote est confirmé par le fait que les actions ordinaires des sociétés dont les actions sans droit de vote bénéficient de revenus préférentiels, continuent d'être cotées plus cher : la prime moyenne est de 3,6 % et est statistiquement significative¹³.

10 — L'expression peu aisée à traduire, malgré sa clarté linguistique : « invest in firm-specific human capital », met l'accent sur un aspect « qualitatif », très difficilement quantifiable, important dans la vie des firmes : la spécificité non de leur technique mais de leur « culture ». Il est patent que les sociétés performantes aux « cultures » les plus connues sont celles où la direction reste le plus longtemps en place.

11 — En Amérique du Nord les actions sans droit de vote sont souvent émises sous la forme de paiement du dividende annuel ou bien par émission d'actions gratuites.

12 — Il faut noter la diversité des clauses canadiennes d'actions subalternes. La plus étonnante est celle qui prévoit la conversion automatique en action ordinaire en cas d'OPA.

13 — Le seul résultat discordant est noté par Lease et alii (1983) qui trouvent 4 sociétés (sur 26) ayant systématiquement une prime négative. Ils l'attribuent à la complexité de la structure de propriété des firmes concernées.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

Dumontier (1987) va plus loin que ses prédécesseurs car il s'interroge sur les facteurs explicatifs de la prime. Et il vérifie une des prédictions de la théorie de l'agence : dans le cas de l'existence d'une coalition d'actionnaires composant une majorité, le pouvoir non monétaire d'une action ordinaire appartenant à un actionnaire minoritaire est faible, sinon nul. Et comme ce sont les minoritaires qui vont transiger les actions (car sinon les majoritaires perdraient leur pouvoir) les actions ordinaires vont s'échanger aux prix des actions sans droit de vote et la prime sera faible sinon nulle.

POLITIQUE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

La manière dont la théorie de l'agence appréhende les relations entre les différents groupes qui participent à la vie des entreprises s'est révélée particulièrement fructueuse dans le domaine de la politique financière, d'autant plus qu'il s'agit d'un domaine où l'abondance de données — à condition de les collecter — permet la vérification empirique.

Plus spécifiquement, nous allons voir que la théorie de l'agence contribue à expliquer les deux composantes de la politique financière d'une entreprise : la politique de distribution de dividendes et la politique d'endettement.

LE DIVIDENDE : « SIGNAL INFORMATIONNEL » DES DIRIGEANTS AUX ACTIONNAIRES

Le problème de la distribution des dividendes par les entreprises préoccupe depuis longtemps les universitaires en raison de son aspect paradoxal. En effet, la logique économique voudrait qu'il n'y ait pas de distributions de dividendes alors que l'on constate que non seulement les entreprises en distribuent mais encore que les actionnaires en réclament !

Les éléments du paradoxe sont les suivants :

- Les entreprises n'ont pas intérêt à verser des dividendes qui représentent un « emploi de fonds » alors qu'elles ont à financer des investissements¹⁴. Ce qui les oblige à faire appel ultérieurement au marché financier sous forme d'augmentations de capital en numéraire. Et ces deux procédures ne sont pas « équivalentes » puisque les augmentations de capital sont coûteuses à effectuer : environ 6 à 8 % des sommes collectées.
- Les actionnaires n'ont pas intérêt à recevoir des dividendes pour deux raisons. D'une part parce que la fiscalité des dividendes est généralement plus lourde que celle des plus-values. En France, ceci est vrai malgré l'existence de l'avoir fiscal¹⁵. Seconde raison, la valeur d'une entreprise ne dépend pas de sa politique de distribution. Nous faisons ici, évidemment référence au célèbre théorème de Miller et Modigliani (1968) qui démontre cette proposition¹⁶.

La conséquence semble claire : tant du point de vue de l'entreprise que de

14 — Sous réserve, évidemment, que les investissements projetés présentent la rentabilité minimale exigée par le marché : sinon ce serait un comportement typique de divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (Jensen, 1986).

15 — M. Albouy et P. Dumontier (1985) démontrent qu'au-dessus du taux marginal de 43 %, les dividendes sont plus imposés en France que les plus-values.

16 — Notons au passage que ce théorème a fait l'objet d'intenses vérifications empiriques aux États-Unis comme en France qui ont abouti à la conclusion suivante : il n'y a pas de relation nette entre le taux de distribution et la rentabilité boursière d'une société quand cette rentabilité est ajustée par son degré de risque soit systématique (bêta), soit total (variance des taux de rentabilités (Mustapha, 1984).

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

l'actionnaire la politique optimale de distribution est, sinon de ne rien distribuer, au moins de limiter la distribution à un montant qui rende inutile toute augmentation de capital ultérieure.

Pourtant il n'en est rien ! Les entreprises françaises cotées à Paris distribuent en moyenne 40 % de leurs bénéfices (avec un écart-type de 20 %) (Mustapha, 1984). Et les actionnaires « réclament » des dividendes. Il suffit de lire la presse spécialisée en mai-juin, au moment des assemblées générales d'actionnaires...

Et on peut citer l'exemple de la société américaine General Public Utilities dont le président proposait de réduire les dividendes afin de ne pas effectuer une augmentation de capital : ce fut un tollé de la part des actionnaires, à commencer par les investisseurs institutionnels qui menacèrent de vendre leurs actions ; le cours diminua de 10 % et le président dut retirer son projet (Brealey et Myers, 1981, p. 345).

La solution de ce paradoxe apparent nous est apportée par la théorie financière de l'agence : les entreprises distribuent des dividendes et les actionnaires les réclament parce qu'ils sont un signal informationnel sur l'état et la politique de l'entreprise.

Les dividendes représentent la réponse « technique » à la situation soulignée ci-dessus : l'asymétrie informationnelle entre les entreprises et les épargnants. Le problème des entreprises est donc de communiquer à l'extérieur les informations « internes » — informations « privilégiées » par définition — qu'ils détiennent sur l'avenir de la société. Les rapports annuels d'activité de même que les réunions d'analystes financiers sont insuffisants d'autant plus que subsiste le risque que les dirigeants soient trop optimistes sur la rentabilité espérée et le niveau de risque de leurs investissements.

Et c'est donc, indirectement, par l'intermédiaire d'une décision effective et publique que les dirigeants vont communiquer au marché financier leurs anticipations sur l'avenir de leur société.

191

Le premier auteur à avoir proposé cette réponse, Bhattacharya (1979), précise les deux conditions générales pour qu'une information managériale soit fiable et crédible. Première condition : le transfert d'information doit être coûteux. Dans le cas du dividende, nous avons déjà remarqué son « surcoût » fiscal. Seconde condition : qu'une information inexacte soit sanctionnée. Nous avons déjà souligné les frais d'émission d'actions nouvelles pour compenser la perte d'autofinancement constituée par la distribution de dividendes.

Un certain nombre d'études ont essayé de vérifier empiriquement le « contenu informatif » des dividendes. La première étude française a été effectuée par Outreville (1976)¹⁷.

Une étude plus récente et plus complète a été menée par Dumontier (1985). Sur un très bel échantillon de 98 entreprises françaises cotées sur la période 1965-1980, Dumontier a testé l'implication de la théorie à l'aide du MEDAF. Le test s'effectue en deux phases. La première détermine la partie du dividende non anticipée par le marché ; la partie anticipée résulte d'un modèle dans lequel la variation du dividende est fonction du dividende de l'année précédente, et des résultats de l'année en cours et de l'année précédente. En d'autres termes, la partie non anticipée est mesurée par les résidus de la régression.

La seconde phase étudie, à l'aide du modèle du marché, si la rentabilité boursière de la société réagit à l'annonce d'un dividende qui contient une composante non anticipée.

¹⁷ — Effectuée à Orléans sous la direction de Georges Gallais-Hamonne.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

On constate une asymétrie des réactions du marché : absence de réaction quand le dividende annoncé est supérieur à celui qui était attendu ; par contre, forte réaction quand le dividende est inférieur à celui qui était anticipé.

Une autre vérification de la théorie est apportée par l'analyse du comportement de dividende des PME. Hirigoyen (1984) montre dans sa thèse que 86 % des moyennes entreprises familiales non cotées ne distribuent aucun dividende et parallèlement ne procèdent à aucune augmentation de capital. Or ce sont des entreprises dirigées par leur propriétaire et il n'y a donc aucun « fossé informationnel »¹⁸ à combler entre dirigeants et actionnaires. Leur politique de distribution correspond donc à celle qui est impliquée par la théorie financière « pure ».

Toujours dans ce domaine du « signal » apporté par les dividendes, Brickley (1983) analyse une possibilité typiquement américaine : au lieu d'augmenter purement et simplement son dividende, une société peut décider d'effectuer cette augmentation sous la forme d'un dividende « spécial », appelé souvent « Extra-Dividend » ou « Premium Dividend ». La comparaison des augmentations de dividendes annuels par opposition aux augmentations contenues dans les dividendes spéciaux montre que les premiers sont ressentis par le marché comme contenant plus d'informations sur les bénéfices et dividendes futurs.

La théorie de l'agence apporte une seconde raison pour la distribution de dividendes. Comme nous l'avons vu, un des problèmes de la société managériale est le conflit d'intérêts potentiel entre les « managers » et les actionnaires. Or la distribution de dividendes est un moyen de discipliner les dirigeants car cela oblige l'entreprise à faire ultérieurement appel au marché financier, ce qui est une des modalités les plus efficaces pour contrôler la qualité de la gestion (Rozeff, 1982 ; Easterbrook, 1984)¹⁹.

192

COÛTS D'AGENCE ET POLITIQUE D'ENDETTEMENT

Jusqu'à la théorie financière de l'agence la politique d'endettement des entreprises représentait également une situation dans laquelle la théorie démontrait le contraire de la pratique.

En effet, le théorème de Modigliani et Miller (1958) déclare qu'il n'existe pas de structure optimale du capital (c'est-à-dire du rapport dettes à long terme sur capitaux propres) parce que le surcroît de rentabilité apporté par le levier financier est strictement compensé par l'augmentation du risque financier de l'entreprise concernée²⁰. La conséquence ultime de ce théorème est qu'il n'y a pas de limite à l'endettement. Évidemment la pratique des banquiers comme des entreprises dément les implications de ce théorème.

Second théorème, celui de Tobin (1958) : il y a indépendance entre les décisions d'investissement et les décisions de financement.

Et il faut insister sur les deux prémisses sous-jacentes à ces deux théorèmes : les actionnaires respectent la maximisation de la valeur de la firme et il n'y a pas divergence d'intérêts entre actionnaires et créanciers car l'actionnaire ne peut agir sur la répartition de la valeur de la firme entre valeur des capitaux propres et valeur de la dette. Ce sont justement ces deux prémisses qui sont mises en cause par la théorie financière de l'agence.

¹⁸ — Albouy et Dumontier (1985).

¹⁹ — La théorie financière moderne apporte aussi une raison quant à l'attitude des actionnaires : dans un souci de diversification de leur portefeuille, ils peuvent souhaiter recevoir des dividendes afin de les réinvestir dans d'autres sociétés.

²⁰ — Sous réserve de l'absence de taxation et de marchés parfaits.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

J. & M. (1976) assimilent l'action à une option d'achat sur les actifs nets de l'entreprise. À l'aide du modèle analytique de Black et Scholes (1973), ils démontrent que les actionnaires peuvent avoir intérêt à choisir le plus risqué de deux investissements de même rentabilité parce que ce dernier maximise la valeur des capitaux propres au détriment de la valeur de la dette²¹. En d'autres termes les actionnaires risquent de substituer des actifs plus risqués justement parce qu'ils les financent par endettement. Évidemment sans informer les créanciers concernés !

De son côté Myers (1977) pose le problème de l'intérêt de l'actionnaire à réaliser un investissement dont la productivité sert uniquement à payer les intérêts aux créanciers, c'est-à-dire un investissement qui ne lui laisse aucun surplus. Il pense que cet investissement, même s'il augmente la valeur de la firme, ne sera pas réalisé. En conséquence, le recours à l'endettement conduit à un montant sous-optimal d'investissement. Dans l'hypothèse où la rentabilité de l'investissement est élevée, le financement sur fonds propres est privilégié.

Ces deux modèles nous semblent soulever quelques questions. Celui de Myers conduit à une « conclusion hâtive » selon Quintart et Zisswiller (1985). Quant à celui de J. & M., on peut se demander si l'assimilation de l'action à une option d'achat sur l'entreprise est totalement pertinente (même si elle est intellectuellement séduisante). En effet cette analogie « action-call » suppose implicitement que les dirigeants-actionnaires œuvrent dans le but de la cession de l'entreprise. Ce qui est douteux dans le cas de la société fermée. Et ce qui, paradoxalement, supprime le conflit actionnaire-dirigeant dans le cas de la société ouverte.

Néanmoins ils ont le mérite d'avoir été les premiers à poser un vrai problème : celui de la divergence d'intérêts entre les actionnaires (ici alliés aux dirigeants) et les créanciers obligataires. Et de proposer d'analyser la structure du capital en relation avec la structure de la propriété.

C'est ce qu'ont cherché à faire Kim et Sorensen (1986) en comparant le taux d'endettement d'entreprises « ouvertes » et d'entreprises « fermées »²². Ils trouvent que les entreprises fermées ont un taux d'endettement supérieur en moyenne de 5,7 %. Et cette mesure directe est confirmée par des mesures de régression qui permettent de contrôler toutes les variables qui expliquent les différences dans les taux d'endettement. Par contre leur interprétation est floue : soit que les actionnaires-dirigeants souhaitent éviter la dilution de leur pouvoir qu'entraînerait une émission d'actions ; soit que les créanciers préfèrent négocier avec des dirigeants impliqués dans la propriété de la firme.

Quoi qu'il en soit, on sait bien que certaines décisions financières de l'entreprise peuvent être défavorables aux créanciers. Par exemple, une politique de distribution de dividendes trop généreuse qui conduit à une baisse des investissements et augmente le risque de non-remboursement ; émission de nouvelles obligations bénéficiant de conditions plus avantageuses. Plus radicale est la stratégie qui consiste à vendre les actifs, en distribuer le produit aux actionnaires et laisser les créanciers avec une « coquille vide ». Enfin — et c'est certainement le risque le plus courant — effectuer avec les fonds d'endettement des investissements plus risqués que ne le supposent les créanciers.

193

21 — Le modèle suppose un créancier naïf, qui ne se préoccupe pas de l'emploi des fonds et n'exige pas un taux d'intérêt contractuel ajusté pour le risque. Ceci est un bon exemple des conséquences de l'idée selon laquelle « l'entreprise » n'appartient à personne car elle n'est qu'un nœud de contrats (cf. ci-dessus).

22 — Leur définition est un peu différente de celle adoptée par Mourgues (1987) : l'entreprise est dite « ouverte » si les dirigeants possèdent moins de 5 % des actions et « fermée » s'ils possèdent plus de 25 %. Échantillon de 168 entreprises, 84 de chaque catégorie.

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES

Bien que cette divergence d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires ne semble pas être ressentie en France²³ elle l'est, manifestement, aux États-Unis où les contrats d'émission obligataires comprennent des clauses (appelées « Covenants ») restreignant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants tant que l'émission n'a pas été remboursée. Smith et Warner (1979) font une analyse détaillée de 87 contrats émis en 1974-1975 et montrent que l'on n'utilise pas ou peu les restrictions directes sur la politique de production et d'investissement qui sont difficiles à contrôler. En revanche on privilégie les clauses, plus faciles à vérifier, contraignant la politique de distribution de dividendes et d'endettement; clauses qui vont dans le sens de la convergence des intérêts actionnaires-créanciers et qui tendent à maximiser la valeur de la firme. De même Stulz et Johnson (1985) et Gabillon (1987) démontrent que les clauses de sûreté réelle peuvent conduire à l'augmentation de la valeur de la firme et tendent à résoudre le problème de sous-investissement soulevé par Myers (1977).

La même finalité peut être assignée aux titres hybrides tels que les obligations convertibles ou les obligations à bons de souscription en actions. Comme ces titres sont la combinaison d'une option d'achat de l'action et d'une dette, les créanciers titulaires de ces titres sont théoriquement préservés des conséquences des comportements défavorables décrits ci-dessus puisqu'ils sont dans une situation « d'assurance » : ils bénéficient de la hausse de l'action et sont préservés de sa baisse par l'élément obligataire qui sert de plancher protecteur (Green, 1984). En conséquence ces catégories de titres contribuent à la solution du conflit latent entre actionnaires et créanciers.

Soulignons qu'aux États-Unis les obligations convertibles peuvent être émises avec une clause de conversion forcée à la discrétion de la société²⁴. Il est donc intéressant de se demander comment le marché financier réagit à l'annonce de la conversion forcée (Mikkelson, 1981 ; Ofer et Natarajan, 1987). Ces derniers auteurs mettent en évidence que la conversion forcée est un signal de « mauvaise nouvelle » sur l'avenir de la société et elle entraîne une baisse significative de la rentabilité ajustée par le risque des actions concernées. Les deux auteurs vérifient que cette conversion forcée constitue bien un signal et que ce signal est bien interprété : en moyenne, sur les cinq ans qui suivent la conversion, les entreprises connaissent une baisse de leurs performances économiques, qui se reflète, évidemment, dans la baisse de leurs cours boursiers. □

23 — Des « investment bankers » spécialisés dans les émissions obligataires industrielles nous l'ont confirmé. Ils ont d'ailleurs souligné le contrôle et la garantie implicite qu'apporte la banque « chef de file » du syndicat d'émission.

24 — L'existence d'une telle clause est un exemple typique du conflit actionnaire-créancier, à l'avantage du premier. C'est pourquoi une telle clause ne peut pas exister en France. C'est la raison pour laquelle Paribas a inventé une « obligation obligatoirement remboursable en actions », qui a été expressément autorisée ultérieurement par la loi du 14.12.1985 (Mourgues, 1986).