

Deuxième partie

STRUCTURE DES FINANCEMENTS

ET DECISION DE DEPENSE EN

INCERTITUDE :

Les nouveaux contours d'une préférence pour la liquidité

« Une fois que l'on a accepté l'idée qu'une forme d'investissement n'en vaut pas une autre, il s'ensuit qu'il est socialement productif de choisir intelligemment la forme que doit revêtir l'investissement. Elle ne peut être choisie si l'on se presse trop. La fonction sociale de la liquidité consiste en ce qu'elle laisse le temps de penser », *HICKS (1988, p. 95)*.

Introduction de la deuxième partie

« Qu'est-ce qui explique la préférence apparente des firmes pour financer l'investissement avec des fonds internes ? », OLINER & RUDEBUSH (1996, p. 643).

Depuis STULZ (1980) jusqu'à ALLEN & SANTOMERO (1998), en raison de l'imperfection des marchés et dans l'intérêt également du dirigeant de la firme, « *firms want to avoid risk* ». L'organisation par la firme de ses postes de dépense et du mode de financement de ceux-ci doit notamment lui permettre de répondre de la meilleure façon possible aux perturbations macroéconomiques externes auxquelles elle est constamment exposée. Au niveau de la gestion des moyens de financement, la firme doit tenir compte des asymétries informationnelles qui lèsent le fonctionnement du marché des capitaux. Celles-ci la confrontent à une offre de financement externe dont les conditions varient finalement avec l'influence de l'environnement macroéconomique à la fois sur ses caractéristiques propres et sur celles des partenaires financiers vers lesquels elle est susceptible de se tourner. Dans ce contexte la firme se retrouve finalement dans l'impossibilité de former une image nette du futur et se confronte donc à l'incertitude.¹⁸⁰ Si, dans un tel environnement, elle n'a pas d'autres choix que d'imaginer ou d'essayer de prévoir les conséquences des décisions qu'elle prend, la firme anticipe. Lorsqu'elle ne connaît pas, selon les points de vue qui l'intéressent, toutes les alternatives possibles, elle doit créer, avec une marge de

¹⁸⁰ De nombreux auteurs ont travaillé sur la différence entre risque et incertitude parmi lesquels nous pouvons citer RIVAUD DANSET (1992) ou SCHMIDT (1997). Dans la thèse, nous choisissons de situer la ligne de démarcation entre le risque et l'incertitude non pas entre la probabilité et l'absence de probabilité mais entre les probabilités objectives et les probabilités subjectives. Adoptant un traitement des décisions de financement et de dépense par les firmes dans le cas de probabilités subjectives, nous utilisons indifféremment les mots « risque » et « incertitude ».

manœuvre plus ou moins grande, sa propre liste d'alternatives avant de faire des choix. Si les alternatives ne sont pas données, elle doit nécessairement les produire par sa réflexion personnelle, son jugement et son imagination. SHACKLE (1990) le montre, dans un tel cadre, il se peut que la firme se décide d'abord pour un acte « simple », destiné à lui assurer la liberté de choisir plus tard.

Dans cette partie de la thèse, notre objectif est de montrer que, dans un contexte marqué par l'incertitude sur le futur et l'imperfection des marchés, la préférence des firmes pour la liquidité prend une place explicite dans les fondements microéconomiques de leur choix de financement et de dépense. L'hypothèse d'une détention préférentielle de liquidité par les agents de l'économie n'est pas nouvelle dans la littérature, apparaissant dans deux champs qui, jusqu'à présent, s'ignorent largement : L'économie industrielle et l'économie financière. En restant dans la suite logique des apports de la théorie du canal large du crédit, nous travaillons au rapprochement de ces deux champs et, par suite, à la remise en cause de l'hypothèse d'indépendance entre la question de la dépense et celle de la finance. Nous montrons que, solution dans l'objectif de résolution temporelle de l'incertitude, la détention de liquidité devient une politique obligée de la part des firmes, apparaissant au passif et à l'actif de leur bilan ainsi que dans certaines de leurs opérations de hors-bilan. Dans cette optique, interagissant fortement l'une sur l'autre, les décisions de financement et de dépense ne peuvent donc pas être prises séparément par la firme.

Parce que la question du financement de la dépense est au centre de la théorie du canal du crédit, notre intérêt porte, dans un premier temps, sur la logique des dirigeants d'entreprise en matière d'organisation de leurs moyens de financement. Nous verrons plus particulièrement que, dans un contexte où ils sont lésés par un fonctionnement imparfait du marché des capitaux et incertains quant aux conditions de soutien par leurs partenaires financiers, les entrepreneurs n'ont pas d'autres choix que de se lancer dans des stratégies actives de protection des conditions de financement de la dépense. À ce niveau, ils font le choix de la structure financière qui, leur permettant de financer à moindre coût et/ou sans délai la dépense, répond en partie à leur préférence pour les sources internes de financement au sens de commodité dans une perspective éventuelle de paiement. Dans ce cadre, hypothèse majeure sur laquelle repose la macrodynamique de la dépense, l'imparfaite substituabilité qui apparaît entre les sources internes de

financement et le financement externe, s'apprécie pleinement en terme de préférence des firmes pour les sources internes de financement. Dans un contexte marqué par les asymétries d'information, ces liquidités en excès, *i.e.* dégagées de l'activité productive de la firme, et/ou potentiellement offerte par les intermédiaires financiers sous la forme de pouvoir non engagé d'emprunt permettent aux dirigeants d'entreprise d'assouplir les conditions d'accès au marché des capitaux. Mais plus largement, l'assurance de la disponibilité de fonds internes constitue pour la firme le gage de la capacité à entreprendre, sans délai et à moindre coût, les dépenses qui se présentent à elle. Ainsi, participant doublement à la protection des conditions de financement de l'activité des firmes, les sources internes de financement apparaissent dans un rôle amortisseur de perturbations macroéconomiques externes (*Chapitre 3*).

Outre l'arrangement du passif de son bilan et son hors bilan où elle réalise un arbitrage dans lequel les sources internes de financement tiennent une place centrale, la firme qui est susceptible de souffrir, dans un contexte où elle manque de temps, de l'imperfection de l'ensemble des marchés, va également assurer sa protection du côté de son actif. À ce niveau, elle va notamment adopter une politique de choix d'actifs qui répond également à l'assurance du maintien dans le temps de sa capacité à entreprendre, si elle le désire, une dépense. Nous verrons que, outre la possibilité ainsi offerte de répondre aux changements d'environnement, la mise en réserve d'actifs liquides est également justifiée par le vœu de la firme de remettre à plus tard des décisions spécialisées. Plutôt que de s'engager dans des emplois irréversibles susceptibles de détruire la liquidité, la firme qui renonce à la dépense, préserve par conséquent ses ressources disponibles et s'assure en même temps de la possibilité qu'elle a d'échanger plus tard. Les décisions de dépense des firmes relèvent dans ce cadre de choix stratégiques qui révèlent leur préférence pour la liquidité comme préférence pour la flexibilité. Dans cette optique où la firme fait attention de ne pas « donner ses gages au destin » (HICKS, 1988, p. 74), le désir de toujours pouvoir accéder à la liquidité laisse entrevoir le rôle accélérateur du besoin de liquidité dans les fluctuations de la dépense et participe en partie à expliquer le rôle des dirigeants d'entreprise dans la dynamique macroéconomique de celle-ci (*Chapitre 4*).

chapitre trois

Les pratiques financières en incertitude : La détention privilégiée de liquidités

« The growth in committed bank lines of credit has made it less likely that difficulties or delays in borrowing will force a business to limit its productive activity » (P. BENNETT, 1990).

L'introduction dans les années 70 de l'hypothèse de marché imparfait des capitaux dans la littérature a contribué au développement de nombreux travaux dans lesquels il s'agit de tenir compte des mécanismes qui, développés par les acteurs directement concernés par les imperfections, permettent néanmoins le financement d'une éventuelle dépense. Depuis AKERLOF (1980), la démonstration est faite de l'impossibilité pour les agents économiques soumis aux asymétries informationnelles d'interagir par l'intermédiaire du système des prix. Il convenait dès lors de s'éloigner temporairement du modèle d'équilibre général, dans lequel « l'introduction des asymétries d'information [...] ne pouvait conférer [aux agents] qu'un rôle passif » (SALANIE, 1994, p. 3), pour se tourner vers des modèles qui tiennent compte des comportements stratégiques des agents, qu'ils soient financiers ou dirigeants.¹⁸¹

Nous démontrerons dans ce chapitre que, clef privilégiée d'accès à de nouveaux financements externes et/ou mode de financement interne préféré de la dépense, la détention de sources internes de financement par les firmes entre au cœur de la gestion de la structure financière et apparaît comme la meilleure réponse directe apportée par les firmes au contexte incertain dans lequel ils sont plongés.

¹⁸¹ L'objectif initial étant que les enseignements tirés de ces études principalement fondées sur des exemples partiels puissent ensuite être intégrés dans une nouvelle théorie de l'équilibre général.

Nous repartons de l'étude des aspects stratégiques du fonctionnement du marché des capitaux en asymétrie informationnelle qui s'impose progressivement, dès la fin des années 80, à la suite des discussions relatives à la rationalité du comportement de rationnement des offreurs de capitaux et/ou la passivité des agents économiques susceptibles de solliciter ces derniers (GILLET & LOBEZ, 1992). Dans leur majorité, les travaux qui s'y intéressent décrivent la relation bilatérale prêteur-emprunteur comme un jeu stratégique reliant une partie non informée - le prêteur - à une partie informée - l'emprunteur, détenteur de l'information pertinente pour la bonne conduite du jeu (SALANIE, 1994).¹⁸² Quelle que soit la partie à l'initiative de l'interaction, les modèles retracent différentes figures de jeux dont l'efficacité repose largement, nous le verrons, sur l'importance des sources internes de financement détenues par le candidat aux nouveaux fonds externes. Partie intégrante des diverses modalités de marchandage en asymétrie d'information, le niveau des fonds internes des firmes apparaît comme le déterminant critique de la disponibilité des nouveaux fonds externes. Remise en cause par le caractère onéreux du financement externe relativement au financement interne, l'équivalence entre les sources de financement est définitivement rompue en raison du pouvoir du niveau des fonds internes dans les conditions de financement de la dépense (*Section 1*).

S'ils peuvent mettre en œuvre des mécanismes réducteurs des asymétries d'information, rien n'empêche en outre les agents économiques de tenir directement compte des risques que ces imperfections véhiculent pour leurs performances économiques réelles. Nous montrerons que l'imparfaite substituabilité entre les sources internes de financement et le financement externe traduit dans ce cas la préférence des individus pour leurs sources internes de

¹⁸² Les modèles explicatifs de ces jeux stratégiques se distinguent selon que les asymétries d'information portent sur les caractéristiques de l'emprunteur, sur ce qu'il *est* (*hidden information*) ou sur les décisions qu'il prend, sur ce qu'il *fait* (*hidden action*).

financement, moyen le plus sûr de couverture financière de la dépense.¹⁸³ Comme la prime de financement externe vient en compensation des risques encourus pour les offreurs de capitaux, il apparaît une prime de financement interne qui traduit, pour tous les agents opérant en asymétrie informationnelle, le désir de se réserver le pouvoir de financer une éventuelle dépense. Nous le verrons, en asymétrie d'information, la meilleure décision de financement sera par conséquent celle de la flexibilité financière. Celle-ci exige que la firme dégage des liquidités en excès de son activité, ce qui contribue à alimenter directement, à son passif, le niveau du financement interne. Par ailleurs, les banques sont susceptibles de participer à l'objectif de flexibilité financière des agents de l'économie en jouant un rôle d'intermédiaire monétaire particulier. Définissant des solutions contre les risques auxquels elles sont exposées dans leur activité d'offre de financement, elles offrent en même temps une assurance de capacité d'emprunt à leurs clients, les dotant de « pouvoirs d'emprunt non engagés ». Pour toutes ces raisons, la modification de la dépense peut apparaître comme le résultat d'un comportement volontaire de la part de ces entités et non pas comme un événement directement et exclusivement obligé, au moment où la décision de détention est prise, par un quelconque partenaire financier (*Section 2*).

Section 1 - Les sources internes de financement, réserves préalables au financement externe de la dépense en asymétrie informationnelle

Le retour sur les travaux théoriques micro-fondateurs de la théorie du canal large du crédit va nous permettre de montrer que, en asymétrie d'information, la liquidité tient une place décisive dans les mécanismes d'allocation des fonds externes. Déterminant critique de la disponibilité de ceux-ci, elle apparaît comme la mesure directe de la capacité d'emprunt des agents économiques pour lesquels elle devient un élément important en matière de

¹⁸³ L'imparfaite substituabilité entre le financement externe et le financement interne ne peut donc être seulement appréhendée par le caractère onéreux des fonds externes relativement au coût d'opportunité des fonds internes.

politique de financement et de dépense. Les agents qui envisagent le financement externe de leur dépense ne peuvent donc être indifférents dans la structuration, à leur passif des divers modes de financement, et cela pour deux raisons :

D'une part, l'inobservabilité, avant l'accord de prêt, de « la valeur de crédit » des candidats au financement et de leurs tentations et actions après la signature du contrat de crédit légitime une série de comportements actifs de la part des prêteurs qui veulent atténuer les risques de non-remboursement que les asymétries d'information laissent prévoir. Avec pour objectif final de récupérer les sommes qu'ils confient, ces acteurs semblent faire le choix des projets qu'ils soutiendront en se fondant sur le volume des fonds susceptibles d'être détenus par les candidats au financement. Parmi les solutions adaptées à la sélection des demandes de fonds et au contrôle des prestations des candidats finalement satisfaits, le niveau de financement interne de la firme apparaît comme la meilleure garantie de l'offre de financement, indicateur sensible du risque de contrepartie que le contexte prédit pour le prêteur. Dans ce cadre, la décision éventuelle de rationnement de la part d'un financier apparaît comme le fruit d'une réflexion approfondie et non comme la conséquence directe, première et inéluctable des imperfections du marché des capitaux (*I.I.*).

De leur côté, les dirigeants d'entreprise qui désirent faire appel au marché des capitaux pour mettre en œuvre une dépense ont également la possibilité de se soustraire au risque d'être rationnés dans leur demande de financement et/ou d'agir sur la prime de risque qui peut leur être imputée. Disposant de l'information privative sur leurs caractéristiques, leurs intentions ou leurs actions, ils peuvent notamment tenter de transférer une partie de cette connaissance vers ceux qui les financeront éventuellement.¹⁸⁴ Parce que le transfert d'information n'est pas une garantie de l'absence de risque pour le prêteur, les signaux envoyés par les candidats au financement doivent être crédibles. Le montant de

¹⁸⁴ Dès le moment où ces inconvénients attachés aux asymétries d'information risquent de frapper aveuglément « bons » et « mauvais » emprunteurs, il est légitime de penser que ceux qui sont de « bonne qualité » tentent de se signaler au marché.

financement interne qu'ils détiennent offrent à ces agents diverses manières de satisfaire efficacement cette condition (1.2.).

1.1. - Rôle décisif des sources internes de financement détenues par l'emprunteur dans les stratégies de sélection et d'incitation des offreurs de capitaux

Avant à la signature du contrat de financement, les offreurs de capitaux doivent se soustraire au risque de satisfaire les demandes de fonds pour lesquelles la probabilité de remboursement est faible. Le niveau de fonds internes dégagé de leur activité par les emprunteurs entre pleinement dans les mécanismes d'identification de leur qualité, permettant aux prêteurs d'apprécier leurs chances d'être remboursés, même en l'éventualité du défaut de la contrepartie (1.1.1.).

Si elles sont nécessaires pour apprécier le risque véhiculé par la relation de financement en asymétrie informationnelle, les techniques d'appréciation du risque d'antisélection s'avèrent en revanche insuffisantes face aux aléas de moralité et aux comportements opportunistes susceptibles de naître après la signature du contrat de financement. Aussi, pour inciter leurs contreparties à l'effort final de remboursement, les offreurs de capitaux doivent également tenter de contrôler ces risques. Parce qu'ils s'appuient sur des mécanismes contractuels, qui, à la fois, contrôlent les incitations et encadrent les actions de la contrepartie, les intermédiaires financiers montrent leur particularité dans la réduction des risques liés aux asymétries informationnelles. Pour être efficaces dans l'exercice de leurs fonctions, ces institutions financières soumettent, comme tous les autres prêteurs potentiels, la disponibilité de leur offre de fonds à la condition minimale que le candidat au financement engage lui-même une partie de ses ressources internes dans le financement du projet de dépense (1.1.2.).

1.1.1. - Les techniques d'appréciation du risque d'antisélection à partir de l'évaluation des liquidités détenues par l'emprunteur

La solution au problème de la sélection *adverse* sur le marché des capitaux consiste à informer les différents prêteurs potentiels sur la qualité des agents susceptibles de les solliciter. En raison des problèmes de *free riding* qui l'accompagne lorsqu'elle est réalisée par des organismes distincts des offreurs de

capitaux,¹⁸⁵ l'activité de discrimination entre les emprunteurs potentiels ne peut être que l'œuvre de ces derniers (MISHKIN, 1997). Experts dans la production d'information et garants du caractère privatif de celle-ci,¹⁸⁶ les intermédiaires financiers occupent, parmi les offreurs de capitaux, une place privilégiée dans la réduction du risque d'antisélection (LELAND & PYLE, 1977 ; CAMPBELL, 1979 ; CAMPBELL & KRACAW, 1980 ; SENBET & TAGGART, 1984 ; GOODHART, 1989). La réussite du mécanisme de révélation dépend cependant de l'efficacité des solutions adoptées qui, dans la majorité des cas, passe avant tout par l'appréciation de la part de financement interne que les candidats au financement externe engage dans le financement de leurs projets de dépense. En effet, celle-ci permet aux prêteurs d'identifier directement, par le biais de procédures simples de collecte d'information, la capacité de remboursement de ces agents (**A**). Ayant la possibilité de proposer des contrats séparants, les offreurs de capitaux peuvent également amener les emprunteurs à s'autosélectionner à partir des choix de contrat faits. Si les prêteurs montrent ainsi leur spécificité dans les mécanismes d'autorévélation de la qualité des candidats au financement, la bonne conduite de leur activité ne les épargne cependant pas de tenir compte de l'état des fonds internes détenus par ces entités (**B**).

A) La production simple et directe d'information

¹⁸⁵ La réduction des problèmes d'antisélection peut, par exemple, être l'œuvre d'un organisme privé qui, indépendant mais au service des prêteurs potentiels, trouve sa raison d'être dans la production et la vente d'informations. Les offreurs de capitaux qui satisfont à l'achat des informations ainsi produites peuvent être imités dans leur comportement d'offre de fonds par d'autres financiers qui, tentant de cette façon de tirer avantages des informations produites, ne les auront pas payés. Le problème de *free riding* annule les « *extras* » profits initialement visés par le financier qui achète l'information et enlève donc à cet achat tout son intérêt.

¹⁸⁶ Cette spécificité se rattache notamment au fait que les crédits sont non négociables sur le marché.

L'appréciation par le prêteur du risque d'antisélection auquel il est exposé lorsqu'une demande de financement lui est adressée est directement possible à partir de données observables, tirées de diagnostics financiers, de l'évaluation des projets d'investissement, de supervision ou encore de l'étude de l'environnement dans lequel les contreparties éventuelles opèrent. Les travaux théoriques tournés vers les procédures de sélection des demandes de financement insistent cependant plus particulièrement sur la fonction économique des collatéraux, en raison de la valeur de liquidation qu'ils promettent, en cas de défaut de la contrepartie, aux prêteurs qui les considèrent.¹⁸⁷

Inscrite dans les procédures pré-contractuelles de financement, l'appréciation par le prêteur de la valeur des actifs possédés par la firme lui permet d'évaluer ses probabilités de recouvrer, en cas éventuel de défaut de celle-ci, la valeur des sommes initialement prêtées (BESANKO & THAKOR, 1985 ; CHAN & KANATAS, 1985 ; CHAN & THAKOR, 1987 ; RILEY, 1987 ; GALE, 1989 ; BERNANKE & GERTLER, 1989 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; BORIO, 1995). Depuis l'étude de AZZI & COX (1976) en effet, les auteurs qui les étudient considèrent les collatéraux comme constitués d'« actifs de valeur » qui, garantissant en partie la richesse terminale du prêteur engagé dans une relation de financement, permet à celui-ci d'offrir des financements « *collateralised* ». Parce qu'ils sont susceptibles d'être demandés en garantie lors de la rédaction du contrat, les *collaterals* permettent par conséquent aux financiers de discriminer entre les demandes de financement et, conditionnent de cette façon directement la disponibilité du financement externe.

GREENBAUM & THAKOR (1995) ou encore MISHKIN (1997) précisent l'analyse en montrant que, exclusivement guidés par l'objectif de

¹⁸⁷ La littérature retient trois types de contrat financier visant à résoudre le risque d'antisélection. Le premier lie le remboursement du projet à son rendement mais laisse envisager le risque de comportement opportuniste de la contrepartie. Le deuxième lie le remboursement du projet à son succès mais n'exclut pas l'aléa de moralité. Il reste donc à étudier les pouvoirs du troisième type de contrat qui associe l'offre de fond à l'importance des collatéraux détenus par l'emprunteur.

recouvrement à l'échéance des sommes confiées, les prêteurs s'intéresseront plus spécifiquement au volume des liquidités susceptibles d'être détenu par la firme, apprécié au passif par l'importance de son financement interne ou, à l'actif, par la valeur des actifs qu'elle possède. D'une part, la liquidité de la firme est pour le financier le gage que le défaut éventuel de celle-ci n'élimine pas ses chances de recouvrer la valeur du prêt. L'appréciation des liquidités susceptibles d'être détenues par le candidat au financement constitue de cette façon, selon GREENBAUM & THAKOR (1995), la première « ligne de défense » des financiers préoccupés par le remboursement final des sommes prêtées. D'autre part, plus la firme détient des liquidités et moins elle sera exposée au risque de défaut ; les ressources internes détenues réduisent en effet l'appétit des emprunteurs pour le risque et cautionnent, par conséquent, la réalité du remboursement du prêt.¹⁸⁸

S'ils s'insèrent pleinement dans les mécanismes de différenciation des candidats au financement, les collatéraux repérés à l'actif de ceux-ci posent toutefois le problème, lorsqu'ils servent seuls de référence, de leur pouvoir effectif dans l'appréciation du risque d'antisélection. STIGLITZ & WEISS (1981) montrent en effet que, lorsque tous les emprunteurs ont les mêmes niveaux de collatéraux, alors ces instruments sont inefficaces dans l'allocation efficiente du crédit. Ils expliquent également que l'effet de sélection *adverse* tend à être renforcé, et non atténué, quand d'importantes garanties sont présentes. Selon ces auteurs, les garanties plus élevées peuvent soit favoriser le financement des projets les plus risqués¹⁸⁹, soit ont tendance à écarter du marché les agents à forte aversion à l'égard du risque. Développant un modèle dans lequel ils concluent au

¹⁸⁸ Cette analyse procède, selon MISHKIN (1992), d'un principe bien connu : « *Seules les personnes qui n'ont pas besoin de monnaie peuvent en emprunter* » (p. 206).

¹⁸⁹ Les auteurs montrent en effet qu'une détention importante d'actifs par les individus au moment de la demande de fonds peut se justifier par une prise de risque excessive dans les périodes passées et caractérise donc leurs détenteurs comme étant risqués.

lien positif entre le montant des collatéraux détenus par les candidats au financement et le niveau de risque que ces agents présentent, BERGER & UDELL (1990) mettent davantage en exergue la valeur ambiguë de l'évaluation des seuls actifs de la firme dans les techniques simples de production d'information.

L'ambivalence associée à la seule évaluation des collatéraux dans cette démarche a conduit de nombreux auteurs à considérer plus volontiers les mécanismes contractuels d'offre de financement. Les études sont directement axées, dans un premier temps, sur la possibilité offerte par les contrats de crédit d'amener les candidats au financement à s'autosélectionner. Ce faisant, elles changent la définition des collatéraux qui, jusque-là, se composaient exclusivement des actifs internes de la firme.¹⁹⁰

B) Les mécanismes autorévélateurs du « type » de la contrepartie

Le modèle par lequel STIGLITZ & WEISS (1981) évacuent le rôle des collatéraux dans les mécanismes d'appréciation du risque d'antisélection, envisage un usage exclusif de cette technique, alternatif à celui des taux d'intérêt. Reprenant ces deux grandeurs au sein d'un même modèle, BESTER (1985) montre, le premier, que si les prêteurs privilégient un usage conjoint du couple [taux d'intérêt - garanties], alors ils peuvent déterminer le niveau de risque des emprunteurs. Ces derniers seraient, en effet, conduits à autorévéler leur qualité à travers le choix de contrat qu'ils réalisent, respectant ainsi un principe d'autosélection (BESTER, 1985 ; GILLET & LOBEZ, 1992 ; ROCHET &

¹⁹⁰ Dans leur étude, par exemple, STIGLITZ & WEISS (1981) posent l'hypothèse selon laquelle les individus qui disposent de collatéraux importants lors de la demande de financement sont également ceux qui se sont lancés dans des investissements risqués lors des périodes passées. D'après les auteurs, les individus sont, par conséquent, « *moins risque adverse que les individus plus conservateurs qui ont, dans le passé, investi dans des titres sûrs et qui sont, par conséquent, moins aptes à fournir des montants élevés de collatéraux* ». Les auteurs assimilent ainsi la destination, à l'actif, des sommes prêtées et leur utilisation en tant que collatéraux.

FREIXAS, 1997).¹⁹¹ A l'équilibre, les emprunteurs les plus risqués optent pour les contrats les plus risqués, spécifiés par des taux d'intérêt élevés et un apport faible en garanties tandis que ceux les moins risqués choisissent le contrat associant des garanties importantes à un faible taux d'intérêt.¹⁹²

Dans les modèles autorévélateurs, les collatéraux n'intéressent les prêteurs qu'en rapport avec leur valeur finale. Pour le démontrer, BESTER (1985) élargit la définition du *collateral*, insistant sur les « garanties externes » du dirigeant de la firme, *i.e.* ses actifs personnels qui viennent s'ajouter aux actifs internes de la firme. L'auteur montre que, utilisés pour « sécuriser » efficacement la dette, les collatéraux « outsiders » accroissent le montant total des actifs liquidés en cas de faillite de la contrepartie et, par conséquent, « diminuent les pertes anticipées associées à une liquidation insuffisante des actifs [internes] » (p. 72). Les actifs « outsiders » tirent ainsi leurs pouvoirs dans la possibilité qu'ils donnent aux prêteurs, qui les auront délibérément spécifiés comme éléments de garantie dans le contrat, de les réclamer en cas de défaut de la contrepartie. Allant plus loin dans la logique, GALE (1989) développe un modèle dans lequel il démontre que « L'efficacité du collatéral comme mécanisme de sélection dépend de manière cruciale de l'existence d'une richesse suffisante de l'emprunteur en fin de période » (p. 13). Selon l'auteur, c'est sa richesse personnelle que l'emprunteur met en garantie et si elle est nulle à l'échéance, « les prêteurs n'offrent aucun contrat de financement ».¹⁹³ Mettant directement en lien collatéraux et richesse,

¹⁹¹ Selon BESTER (1985), les contrats différenciés empêchent le rationnement à l'équilibre.

¹⁹² Les résultats mis en évidence par BESTER (1985) se retrouvent par suite dans de nombreux travaux remarquables par la complexification des menus de contrats susceptibles d'être proposés (CHAN & THAKOR, 1987; BESANKO & THAKOR 1985; OU ENCORE DESHONS & FREIXAS 1987).¹⁹²

¹⁹³ Inversement, « aussi longtemps que les emprunteurs ont suffisamment de richesse à apporter, il n'y a pas de rationnement à l'équilibre » (GALE, 1989, p. 13)..

DESHONS & FREIXAS (1987, p. 25) aboutissent au résultat fort selon lequel « L'introduction de la richesse dans notre modèle est essentielle puisqu'elle fait apparaître une limite au rôle informationnel de la garantie. En effet, seuls les emprunteurs disposant d'un actif de valeur suffisante peuvent bénéficier d'un prêt ». Dans leur schéma, l'émission de garantie se fait sous forme d'« actifs individualisés dont la valeur est connue » et permet de satisfaire, par « un transfert sans coût ni délai en cas de défaut », la contrainte de richesse préoccupant les prêteurs.

L'efficacité des collatéraux comme « *sorting devices* » dépend donc finalement de la valeur susceptible d'être *in fine* récupérée par le financier ; les actifs offerts en garantie jouant un rôle de couverture financière du prêteur en cas de défaillance de la contrepartie. Cette hypothèse apparaît plus fortement dans les travaux qui insistent sur la supériorité de l'appréciation directe, dans les contrats de financement, de l'importance du financement interne montré par le candidat au financement externe. Cette technique constitue une façon pour les prêteurs d'apprécier le risque d'antisélection qui les menace et de déduire ainsi la « valeur de crédit » de la contrepartie (FARMER, 1985 ; FAZZARI & ATHEY, 1987 ; BERNANKE & GERTLER, 1989, 1990 ; GALE, 1989 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; GREENWALD & STIGLITZ, 1990 ; MISHKIN, 1992, 1997). Suivant la même logique, la taille du prêt demandé est une manière d'apprécier la part de financement interne que l'emprunteur engage dans son projet et par conséquent la valeur qu'il attache à son projet (BESANKO & THAKOR, 1987 ; RILEY, 1987 ; BERNANKE & GERTLER, 1990 ; OLINER & RUDEBUSH, 1994). L'offre de financement apparaît de cette façon directement conditionnée par les ressources financières à disposition des emprunteurs. Aussi, les individus qui, avant l'accord d'un prêt, manquent de ce « *collateral* » favori des prêteurs sont fortement exposés au risque de rationnement (GALE, 1989 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; MISHKIN, 1997).

La littérature qui s'intéresse aux techniques permettant, avant à la signature du contrat de financement, de différencier les demandes de fonds en montre également les inconvénients. En premier lieu, reposant sur des mécanismes complexes, l'ensemble de ces opérations nourrissent le coût du financement externe et l'imparfaite substituabilité, pour tout agent économique,

entre ses sources internes de financement et de nouveaux fonds externes. De plus, s'ils permettent aux prêteurs d'interagir sur les marchés des capitaux sans passer par l'intermédiaire de la sélection par le seul taux d'intérêt, ces mécanismes réducteurs des risques *ex ante* à l'offre de prêt n'éliminent pas pour autant les aléas de moralité susceptibles de survenir *ex post* (MISHKIN, 1992, 1996 ; BROUSSEAU, 1993 ; BECSI, WANG & WYNNE, 1998). Ces limites peuvent justifier la solution de rationnement de la part des prêteurs (WILLIAMSON, 1986, 1987). Toute la difficulté de l'appréciation du risque d'antisélection, condition première pour la disponibilité des fonds externes, consiste pour tout prêteur à obtenir des informations sûres, sans pour autant recourir à des solutions trop inefficaces. Aussi, en plus de l'appréciation des risques qui les menacent, les prêteurs doivent également essayer de s'y soustraire par l'adoption de mécanismes contractuels spécifiques face auxquels l'intérêt des emprunteurs qui les acceptent consiste à ne pas tricher. Nous allons maintenant le faire apparaître, ces mécanismes incitatifs, qui donnent aux banques toute leur spécificité dans le financement de l'économie, sont d'autant plus efficaces qu'ils reposent de manière décisive sur le niveau des fonds à disposition des emprunteurs potentiels au moment où ceux-ci sollicitent de nouveaux fonds externes.

1.1.2. - Place décisive des ressources financières à disposition de l'emprunteur dans les mécanismes préventifs de l'aléa moral

Après la signature d'un contrat de financement, mais avant la mobilisation effective des fonds, les prêteurs restent exposés à l'aléa que la contrepartie s'engage dans des dépenses jugées « immorales » à leurs yeux, autres que celles prévues au contrat. L'emprunteur peut, en effet, changer de projet à l'insu du prêteur, cherchant à accroître son espérance de rentabilité au détriment du succès du projet pour lequel le financement a été initialement accordé (aléa moral *interim*). À cet aléa s'ajoute, pour les prêteurs, le risque de comportement opportuniste d'une contrepartie qui, une fois le projet réalisé, cache les résultats dégagés afin d'en minimiser les remboursements (aléa moral *ex post*). Les intermédiaires financiers détiennent, dans la relation avec les emprunteurs potentiels, d'importants éléments qui leur permettent de traiter ces risques de substitution d'actifs et de comportement opportuniste.

Tout d'abord, pour lutter efficacement contre ces risques, ils élaborent des contrats de crédit qui tentent de spécifier l'ensemble des configurations tout en maximisant leur espérance de recouvrer les sommes confiées. Les actions de la contrepartie peuvent être conditionnées, de la façon la plus directe, par l'introduction de clauses restrictives dans le contrat de financement (**A**). Bien qu'elle contribuent à limiter les risques d'aléa de moralité et de comportement opportuniste, ces solutions ne les éliminent pas complètement. Pour véritablement se protéger, les financiers disposent d'autres moyens qui, inscrits dans les innovations en matière de contrat financier, alignent les incitations de la contrepartie sur les leurs. La définition et la réussite de ces mécanismes incitatifs impliquent l'engagement dans le financement du projet des fonds internes détenus par l'emprunteur (**B**).

A) Les principes assortis à l'usage de « covenants » dans les contrats de prêt

Dans les études américaines portant sur la relation de financement en asymétrie informationnelle, les clauses restrictives ont largement été avancées comme un mécanisme de protection des intérêts des prêteurs contre les risques, assortis à l'accord du crédit, de comportement « immoral » de la contrepartie (SMITH & WARNER, 1979 ; MYERS, 1984 ; FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN, 1988 ; APILADO & MILLINGTON, 1992 ; MISHKIN, 1992, 1997 ; BERLIN & MESTER, 1992 ; PARKI, 1994 ; RAJAN & WINTON, 1996).¹⁹⁴ Ces « clauses inscrites dans le contrat de prêt requièrent que les emprunteurs prennent ou au contraire s'écartent de diverses actions » (RAJAN & WINTON, 1996, p. 29). Dans tous les cas, « parce que la banque est fondamentalement intéressée par la capacité de l'emprunteur à rembourser le prêt, les covenants seront désignés de façon à renforcer les collatéraux et à assurer la disponibilité du cash de manière à autoriser les paiements du prêt » (APILADO & MILLINGTON, 1992, p. 40). Les ouvrages récents traitant de la relation banque-entreprise montrent que, en France, ces préoccupations intègrent des plus en plus

¹⁹⁴ Selon MYERS (1984), « *There is no satisfactory explanation of debt covenants unless agency costs and moral hazard problems are recognized* ».

la politique d'offre de crédit par les intermédiaires financiers (ROUYER & CHOINEL, 1996).¹⁹⁵

Plusieurs possibilités sont offertes aux prêteurs qui désirent réduire les « risques d'expropriation de richesse »¹⁹⁶ qui pèsent sur eux.

D'une part, les *covenants* peuvent décourager l'emprunteur à entreprendre des actions indésirables aux yeux de son financier, protégeant celui-ci des risques assortis au changement d'état de la contrepartie. De telles clauses peuvent soit imposer des limites aux comportements des emprunteurs soit leur interdire certaines actions - *negative / restrictive covenants*. Le prêteur réalise cet objectif en rédigeant, par exemple, des clauses qui restreignent l'usage des sommes confiées à une dépense spécifique.¹⁹⁷ Le but de ces clauses consiste, pour la plupart, à offrir aux créanciers une garantie contre le risque de substitution d'actifs de la firme contre des actifs plus risqués (GREENBAUM & THAKOR, 1995)¹⁹⁸. Les clauses peuvent également interdire certaines activités pendant la durée du contrat, telles l'achat d'une affaire (MISHKIN, 1997), le paiement de dividendes

¹⁹⁵ Ayant réalisé une étude empirique sur la gestion des risques-P.M.E. par des banques de la région Rhône-Alpine, nous avons pu constater la réalité de l'usage des *covenants* dans la pratique de ces institutions financières (CARLUER, CIEPLY & GRONDIN, 1998). Renouvelant l'étude sur la région Basse-Normandie, CIEPLY & LE PAPE (1999) aboutissent au même constat.

¹⁹⁶ Selon les termes utilisés par GREENBAUM & THAKOR, 1995). La typologie des clauses restrictives présentée ci-après dans le corps de texte dérive également de celle adoptée par ces auteurs.

¹⁹⁷ L'entreprise - emprunteur voit ainsi se restreindre ses choix des firmes en matière de politique d'investissement et de production.

¹⁹⁸ Ces auteurs le justifient, « by purchasing a fixed asset, for example, the bank may be replacing cash on in balance sheet with an asset that will produce risky cash flow ; this may increase the risk exposure of creditors » (GREENBAUM & THAKOR, 1995, p. 228).

aux actionnaires (SMITH & WARNER, 1979), l'offre des actifs détenus en garantie d'une autre dette voire l'interdiction d'émettre celle-ci (BREALEY & MYERS, 2000). L'objectif poursuivi ici par le prêteur est de s'assurer que les dirigeants ne seraient pas tentés de « détourner la liquidité » (GREENBAUM & THAKOR, 1995), d'une façon qui ne laisse pas à la firme suffisamment de ressources internes pour se développer de manière équilibrée et/ou réduit la richesse susceptible d'être récupérée par le banquier. Les clauses relatives à la politique de dividende ont notamment pour but d'éviter une distribution massive de la part de l'entreprise, financée par endettement ou par vente d'actifs. Elles lient souvent la distribution de dividende à l'exigence d'un niveau minimum de capitaux propres durant toute la durée de vie des créances (VERNIMMEN, 1998).

Par ailleurs, les *covenants* constituent, également, pour les offreurs de capitaux une façon de pousser les emprunteurs à agir dans le sens qu'ils désirent - *positive/affirmative covenants*. Ainsi, ils peuvent stipuler le respect de certains ratios financiers, engageant ainsi la structure financière des emprunteurs dans la bonne conduite de l'interaction (FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN, 1988 ; FAZZARI & ATHEY, 1987).¹⁹⁹ Dans cet ordre d'idée, ils peuvent également conditionner l'usage des actifs sur lesquels l'offre de financement est gagée. La firme peut ainsi se voir obligée de maintenir un niveau minimal de capital circulant (GREENBAUM & THAKOR, 1995). De la même façon, les clauses de nantissement sur le matériel que l'emprunt sert à financer tentent de limiter le risque de substitution d'actifs. Les *covenants* peuvent également obliger les emprunteurs à fournir régulièrement des informations concernant leur activité, par le biais par exemple d'états comptables intermédiaires ou rapports d'activité (SMITH & WARNER, 1979 ; LAMBERT, 1986). Les prêteurs peuvent de cette façon rester informés et entreprendre, en cas de « troubles », des actions préventives.

¹⁹⁹ Ces « ratios - objectifs » peuvent être d'une grande diversité. Par exemple, FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN (1988) proposent le ratio dettes / fonds propres tandis que FAZZARI & ATHEY (1987) celui financement interne / charges d'intérêt.

Enfin, les clauses peuvent être de nature à rendre le prêt immédiatement dû et payable - *acceleration clauses*. Les provisions pour défaut prennent notamment effet en cas d'incident de paiement, de violation des clauses du contrat ou de changement de l'équipe managériale.²⁰⁰

Si elles peuvent limiter les comportements des emprunteurs, les clauses restrictives n'empêchent pas complètement l'opportunisme de ces derniers. D'une part, les emprunteurs peuvent ruser de stratégies permettant de contourner les engagements au contrat. D'autre part, ce document ne peut envisager tous les comportements susceptibles d'être développés par les utilisateurs de fonds. L'incomplétude des contrats oblige donc tous les prêteurs au contrôle régulier de la contrepartie de manière à repérer et à circonscrire toute tentative de tricherie (WILLIAMSON, 1986, 1987 ; GOYER, 1995 ; MISHKIN, 1997). S'ils produisent de l'information,²⁰¹ ces efforts de contrôle et de supervision demandent néanmoins du temps et de l'argent (JENSEN & MECKLING, 1976 ; MYERS 1977). Qualifiés de « *costly state verification* » par des économistes comme GALE & HELLWIG (1985) ou WILLIAMSON (1987), ces mécanismes s'avèrent finalement d'une efficacité moindre relativement à ceux qui, comme nous allons le voir, responsabilisent les emprunteurs et alignent directement les intérêts de ceux-ci sur ceux de leurs financiers.

B) La participation financière des emprunteurs au financement de leur projet comme une incitation efficace à l'effort final de remboursement

²⁰⁰ Un emprunteur que ne respecte plus les termes du contrat s'engage alors à des indemnités de rupture de contrat et au désengagement brutal de la banque.

²⁰¹ Loin d'être systématiques, ces opérations de contrôle sont, depuis WILLIAMSON (1986, 1987) considérées dans la théorie économique comme étant réalisées une fois le défaut de paiement déclaré. Elles visent alors à mesurer le niveau de retour annoncé de manière à vérifier la véracité de l'annonce faite par la contrepartie et, le cas échéant, à récupérer le montant requis ou engager une procédure de mise en liquidation.

Lors de la décision d'octroi de financement, les prêteurs peuvent s'appuyer sur des mécanismes réducteurs des aléas de moralité qui ont la propriété essentielle d'être « incentive compatible » (MISHKIN, 1992, 1997 ; BATTACHARYA & THAKOR, 1993). Impliquant totalement la structure financière de la contrepartie, ces stratégies sont adoptées de manière à ce que celle-ci ait elle-même beaucoup « en jeu » - et donc beaucoup à perdre - en cas de tricherie. Les intérêts de l'emprunteur se retrouvent, de cette façon, alignés sur ceux de son financier. Répondant à un objectif de partage des risques avec le co-contractant, cette logique de réduction des risques véhiculés par les asymétries d'information s'appuie fortement sur la responsabilisation de l'emprunteur.

Utilisé comme instrument d'appréciation du risque d'antisélection, les collatéraux exercent également, et cela dès les travaux de BARRO sur l'aléa moral en 1976, une fonction économique importante dans l'incitation des emprunteurs à l'effort final de remboursement. A cause de la promesse de transfert de propriété qu'elles véhiculent, les garanties constituent notamment l'assurance que, ayant des intérêts en jeu, les emprunteurs ne prendront pas de risques lors de la relation de financement (BARRO, 1976 ; DESHONS & FREIXAS, 1987 ; HART & MOORE, 1989 ; BERNANKE, GERTLER & GILCHRIST, 1994). Représentant toutes les formes de garanties, internes et externes, ces « *collateral-in-advance constraints* » permettent par ailleurs la « couverture financière » de l'offre de financement.²⁰² Laissées en « otage » (WILLIAMSON, 1983), elles diminuent en effet la perte des prêteurs en cas de défaut éventuel de la contrepartie (EATON, 1986 ; CHAN & THAKOR, 1987 ; BESANKO & THAKOR, 1987 ; DESHONS & FREIXAS, 1987 ; BORIO, 1995). Apparaissant comme le moyen de rendre le prêt « sécurisé », elles réduisent par conséquent le coût de celui-ci (BARRO, 1976 ; BERNANKE & GERTLER, 1989 ; BERGER & UDELL, 1992).

²⁰² En limitant le coût d'un défaut de paiement pour les créanciers, par les transferts de propriétés qu'elles supposent, les garanties réelles (hypothèques) facilitent l'accès au financement pour des agents risqués mais potentiellement rentables.

Parce que les prêteurs, qui désirent pouvoir compenser une perte éventuellement subie, s'intéressent à la valeur de revente des actifs confiés en garantie, certains collatéraux posent, là encore, le problème de leur valeur liquidative future (BARRO, 1976 ; DESHONS & FREIXAS, 1987 ; HART & MOORE, 1989).²⁰³ Par ailleurs, leur efficacité semble toujours conditionnée par la part de liquidité qu'ils véhiculent pour le prêteur. BESANKO & THAKOR (1984) le notent, « des dotations faibles de richesse pour les emprunteurs peut résulter pour certains candidats au financement de faire face à une probabilité non nulle de se voir refuser le crédit » (p. 672). Ils le rajoutent « Ceux qui sont rationnés sont les emprunteurs les moins riches » (p. 679).

À partir de là, de nombreux auteurs étudient d'emblée l'importance des ressources internes détenues par les emprunteurs comme le meilleur mécanisme « *incentive compatible* » dans la réduction des aléas de moralité et comportements opportunistes et, par conséquent, dans la disponibilité du financement externe nouvellement sollicité. Les ressources financières des agents emprunteurs jouent un rôle optimal de *collateral* dans la relation de financement en rassurant le prêteur sur la valeur que la contrepartie donne à son projet (HUBERMAN, 1984 ; FARMER, 1985 ; GALE, 1989 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; MISHKIN, 1992, 1997). Il semble, en outre, que la tentation de tricherie des emprunteurs sera d'autant plus réduite qu'ils engagent une partie de leurs ressources internes dans le financement du projet (HUBERMAN, 1984 ; FARMER, 1985 ; FAZZARI & ATHEY, 1987 ; GALE, 1989 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; MISHKIN, 1992, 1997) ²⁰⁴. Ainsi, variable observable et pertinente de son incitation à

²⁰³ En raison notamment de leur plus ou moins grande exposition aux fluctuations des marchés. Selon HART & MOORE (1989), en information symétrique, lorsque le défaut est déclaré, la liquidation des actifs n'est pas une solution efficiente en raison de leur valeur liquidative plus faible à l'orée de cette procédure. Lorsque l'asymétrie d'information est envisagée, le contrat optimal est un contrat de dette où seule la peur de la liquidation suffit à jouer un rôle incitatif.

²⁰⁴ Qui se manifeste, chez CALOMIRIS & HUBBARD (1990), sous la forme d'une « *inside finance* », c'est-à-dire qu'elle mesure pour ces auteurs à la

l'effort, le niveau des ressources internes que l'emprunteur engage dans le financement de la dépense conditionne la disponibilité et le coût du financement externe.

En définitive, dans un environnement concurrentiel où l'information sur les caractéristiques, les intentions et les actions des emprunteurs est extrêmement volatile, les intermédiaires financiers qui désirent protéger leur activité des risques auxquels ils restent exposés, ne peuvent faire l'économie de la garantie première du recouvrement à l'échéance des sommes confiées. Aussi, appuient-ils largement leurs techniques d'octroi de prêt sur l'importance des liquidités détenues par les candidats au financement, cela selon des techniques qui ne sont pas exclusives les unes des autres, bien au contraire. La majorité des auteurs, qui appartiennent pour l'essentiel à l'économie américaine, le concluent ; le contrat de financement optimal est par conséquent systématiquement caractérisé par une « *liquidity constraint* » (MYERS & MAJLUF, 1984 ; FARMER, 1985 ; ZELDES, 1985).²⁰⁵

fois le financement interne mais également les dépôts auprès des intermédiaires financiers.

²⁰⁵ Dans les travaux théoriques qui offrent à la théorie du canal large du crédit ses fondements microéconomiques majeurs, la contrainte de liquidité doit être entendue différemment de celle défendue par CLOWER (1967) ou, à la suite de celui-ci, par TSIANG (1989). Ces auteurs considèrent, en effet, le fonctionnement parfait de l'économie dans laquelle les banques satisfont systématiquement et entièrement les besoins de liquidité nécessaires à la dépense. Chez TSIANG (1989), « la contrainte de liquidité » se justifie par le fait que, en début de période où la décision d'investissement est prise, l'épargne qui sera dégagée *ex post* de cet investissement est de fait indisponible. Montrant que, pour le montant total nécessaire à l'investissement, le besoin de liquidité - cette « provision financière » préalable à la réalisation d'un investissement admise par KEYNES à travers son motif de finance - est satisfait par les intermédiaires financiers, il assimile finalement la demande de monnaie pour motif de « finance » – alors assimilée par TSIANG (1989) à une demande de monnaie pour motif de transaction – et la demande de fonds prêtables. TSIANG (1989) l'écrit en effet « *liquidity preference theory would become identical with loanable funds*

Dans les travaux microéconomiques relatifs à la théorie du canal large du crédit en effet, les intermédiaires financiers, comme en général n'importe quel autre prêteur, soumettent finalement leur offre de fonds à l'exigence que les emprunteurs autofinancent en partie leur projet de dépense. Il en découle que, en aucun cas en asymétrie informationnelle, les agents de l'économie ne peuvent s'attendre à un niveau de financement externe égal au montant nécessaire à la dépense. Les ressources financières demandées par les entrepreneurs désireux de mettre en œuvre un projet de dépense ne peuvent donc strictement se confondre à la monnaie issue du crédit bancaire et comportent une portion irréductible à celle-ci. Puisque la totalité des besoins de financement ne peut être entièrement satisfaite par le système bancaire, l'agent désireux de se réserver le pouvoir de financer de manière externe la dépense doit donc détenir, au moment où il se tourne vers les prêteurs potentiels, des liquidités dont il aura préalablement assuré la disponibilité.

1.2. - L'importance des ressources internes dans les stratégies de signalement des candidats au financement externe

L'économie de l'information repose sur l'hypothèse forte selon laquelle un emprunteur a une meilleure connaissance de ses caractéristiques, de ses intentions ou de ses actions que les prêteurs qui le satisferont éventuellement. Cet avantage informationnel peut se transformer en un véritable handicap pour un agent qui se trouve confronté soit au rationnement de sa demande de financement ou alors à un coût élevé d'accès au marché des capitaux. La passivité des emprunteurs potentiels face à ces risques n'est cependant pas rationnelle lorsqu'ils peuvent trouver intérêt à les réduire (GILLET & LOBEZ, 1992 ; HIRSHLEIFER & RILEY, 1992 ; LOBEZ, 1997). Il existe en effet des moyens qui, leur permettant de transférer une partie de leur information privative vers le marché des capitaux, « signalent » leur qualité aux prêteurs éventuels. AKERLOF (1970), JAFFEE & RUSSEL (1976) ou encore LELAND & PYLE (1977) l'ont démontré, en

theory » (p. 6) ou encore « *it is easy to show that the loanable funds and the liquidity preference theories (sic) really say the same things in different terminology* » (p. 57).

l'absence de possibilité pour le candidat au financement de signaler sa qualité, le fonctionnement du marché des capitaux peut être très défectueux. En envoyant aux financiers des signaux sur son « type », l'emprunteur leur permet d'espérer une rentabilité supérieure ou un risque moindre. Sachant dans quel état de la nature il se trouve au moment où il demande des capitaux externes, il est mieux à même de prévoir les flux futurs tirés de son activité et signale donc une création de valeur pour le financier qui répondra éventuellement à sa demande. Après avoir décrypté les signaux de qualité à partir d'un schéma d'interprétation qu'ils se sont construit, les prêteurs sont susceptibles d'assouplir leurs conditions d'offre de fonds (SALANIE, 1994).

Afin de réaliser son objectif de signalement, l'emprunteur peut être amené à partager une partie de ses connaissances privées avec les prêteurs potentiels (**1.2.1.**). Pour être efficaces, les stratégies actives adoptées doivent être crédibles, c'est-à-dire que la signalisation doit comporter sa propre sanction si elle est erronée. C'est de cette façon uniquement que les candidats au financement obtiennent une « valeur d'engagement » aux yeux des prêteurs potentiels. Nous allons le voir, ces agents tirent cette crédibilité par l'engagement d'une partie de leurs sources internes de financement dans le financement du projet qu'ils défendent (**1.2.2.**).

1.2.1. - Les transferts directs d'information vers les prêteurs potentiels

Il existe plusieurs façons pour les agents de l'économie qui désirent un financement externe de communiquer aux financiers éventuels une partie des informations privées, par définition privilégiées, qu'ils détiennent sur eux-mêmes. Les transferts d'information les plus directement réalisés sont relatifs aux caractéristiques mêmes qu'ils présentent (**A**). Ces stratégies souffrent cependant de limites qui amoindrissent leur efficacité dans l'amélioration des conditions d'accès au marché des capitaux et demandent, pour les candidats à de nouveaux fonds externes, l'adoption d'autres mécanismes de signalement (**B**).

A) Le signalement des caractéristiques des candidats au financement

Lorsqu'aucun contact n'a été antérieurement noué entre un prêteur et un candidat au financement externe,²⁰⁶ l'information directement transférée peut être relative au secteur d'activité, à la localisation géographique ou aux caractéristiques intrinsèques du projet pour lequel le financement externe est en partie sollicité (AIGNER & SPRENGLE, 1989 ; BERNANKE, 1992-1993). Le candidat au financement dispose également des rapports annuels d'activité ou des documents prévisionnels pour attirer l'attention des prêteurs sur la fiabilité du projet à financer (GALLAIS-HARMONNO & MOURGUE, 1989). La littérature sur les signaux insiste cependant beaucoup plus sur les garanties susceptibles d'être offertes par les emprunteurs, comme un moyen efficace de convoier des informations vers les prêteurs potentiels. Ainsi, le notent CHAN & KANATAS (1985), « les collatéraux servent à indirectement convoier de l'information entre les deux parties en transaction, c'est-à-dire que le collatéral a un rôle de signalement ». Ces auteurs le précisent cependant, la fonction de signal ne peut pas être uniquement assurée par les actifs internes existants dans la firme car il est plus efficacement rempli par les actifs personnels du dirigeant d'entreprise. Aussi, l'agent qui désire financer une partie de son investissement en faisant appel au marché des capitaux a intérêt à annoncer que ce dernier est couvert par des garanties internes et surtout externes, cela pour au moins trois raisons.

Tout d'abord, détachés du projet financé, les actifs personnels sont susceptibles d'être également cédés par son possesseur en cas de défaut. Voyant ainsi s'améliorer leur probabilité d'être remboursés, les prêteurs accordent plus facilement le financement. Par ailleurs, la détention de tels actifs par un individu est le signal qu'il n'a pas intérêt à tricher car il perdrait, dans le cas contraire, la propriété de ceux-ci. Enfin, plus les garanties susceptibles d'être offertes sont importantes et plus le risque de substitution d'actif se trouve réduit pour les prêteurs qui diminuent d'autant la prime de financement externe qu'ils requièrent (BARRO, 1976 ; CHAN & KANATAS, 1985 ; DESHONS & FREIXAS, 1987).

²⁰⁶ Ce qui exclut ici tous les avantages informationnels, transactionnels ou réputationnels que la relation de financement inscrite dans le temps laisse envisager.

Ainsi, reflet de la valeur industrielle ou « morale » des agents de l'économie, l'information « *inside* » améliore la connaissance des prêteurs sur les caractéristiques de celui qu'ils vont éventuellement satisfaire (LELAND & PYLE, 1977). Dans leur étude, GREENBAUM & THAKOR (1995) montrent que cette technique de signalement repose également sur l'importance des ressources propres détenues par la firme. Nécessaires, les transferts directs d'information sont cependant insuffisants pour améliorer les conditions d'accès au financement.

B) Les limites aux transferts directs d'information

Le transfert direct d'information montre trois limites principales.

D'abord, les individus peuvent faire preuve d'optimisme dans l'annonce de leur qualité, conduits à déformer les informations les concernant. L'exagération des données transférées pose pour les prêteurs le problème de leur vérification et, lorsque cela est envisageable, des coûts de contrôle. Confrontés au risque de rationnement, les candidats au financement ont donc intérêt à faire des annonces véridiques. Fiables, les annonces faites doivent ensuite clairement démarquer les candidats de « bonne » qualité de ceux de « mauvaise » qualité aux yeux des prêteurs potentiels. Le deuxième risque véhiculé par le transfert direct d'information est celui que les candidats à faible probabilité de remboursement imitent leurs concurrents dans les stratégies de signal de qualité et brouillent finalement la valeur de celui-ci pour les offreurs de capitaux.²⁰⁷ Comme l'écrit RILEY (1987), ce qui doit être signalé c'est ce qui fait la différence. Les emprunteurs doivent donc envisager des stratégies de signalement qui ne laissent aucune place au risque d'imitation – « *mimic* » – par les concurrents (FREIXAS & ROCHET, 1997). Le rôle informationnel des garanties fait, enfin, l'objet d'appréciations contraires, signal positif de qualité indéniable pour les uns (BARRO, 1976 ; CHAN & KANATAS, 1985) mais associés, au contraire, par les

²⁰⁷ Dans ce cas, le transfert d'information prend la forme d'un « signalement non informatif » dans le sens où il n'apporte pas à proprement parler de renseignements sur la qualité de l'emprunteur. Tout au plus signale-t-il l'existence de son besoin de financement externe (PERROT, 1992).

autres aux individus les plus risqués (STIGLITZ & WEISS, 1981, 1983 ; BERGER & UDELL, 1992).

Finalement, pour que l'emprunteur potentiel tire un bénéfice de son signal, celui-ci doit être crédible. Pour qu'il le soit, il faut que le transfert d'information soit ostensiblement coûteux et que les informations erronées soient sanctionnées, de sorte à décourager l'émission de faux signaux (BATTACHARYA, 1979, 1980 ; VERNIMMEN, 1998). Si l'individu supporte un coût dans sa stratégie de signal, cela est le signe de la validité du projet pour lequel les fonds externes sont requis. C'est uniquement de cette façon que l'emprunteur potentiel acquiert sa « valeur d'engagement » aux yeux des prêteurs potentiels (PERROT, 1992). FAZZARI & ATHEY (1987) le résumant, « Le financement interne fournit un tel signal ».

1.2.2.- L'assurance de liquidité comme garantie de la crédibilité des signaux envoyés aux financiers éventuels

Selon LELAND & PYLE (1977), le transfert d'information sur la qualité d'un candidat au financement est possible dès lors que les actions de celui-ci, « qui parlent beaucoup plus que des mots », sont observables. Ces actions peuvent être relatives aux différentes politiques financières suivies par l'emprunteur potentiel (**A**). Plus particulièrement, c'est l'importance de la part de financement interne engagée dans le projet par les individus qui conditionne la disponibilité et le prix du financement externe (**B**).

A) Le signalement indirect par les politiques financières

Les actions qui contribuent au signal de qualité des emprunteurs potentiels se rattachent aux différentes politiques financières menées par ces derniers. Perceptibles essentiellement dans leur structure financière, au niveau de leur politique de dividende ou d'endettement, ces actions menées par les agents de l'économie servent à convoier des informations sur leur vraie nature et contribuent par conséquent à réduire les risques de rationnement ou de tarification onéreuse de leur demande de fonds externes (LELAND & PYLE, 1977 ; ROSS, 1977 ; KALAY, 1980 ; MYERS & MAJLUF, 1984 ; GERTNER, GIBBONS & SHARFSTEIN, 1988 ; RAVID & SAVY, 1989). C'est la raison pour laquelle, selon CHAN & KANATAS (1987), « Les entrepreneurs [...] tentent de choisir la structure financière qui signale leurs caractéristiques » (p. 281).

La politique de distribution de dividende de l'emprunteur potentiel joue un rôle de signal positif des perspectives de profits futurs. La valeur de crédit de la firme augmente en effet avec le niveau des dividendes qu'elle verse, signal d'autant plus crédible que le dirigeant qui émet des signaux fallacieux est fortement sanctionné (KALAY, 1980 ; RAVID & SAVY, 1989 ; GALLAIS-HARMONO & MOURGUE, 1989). La distribution de dividende permet au dirigeant de la firme de montrer aux partenaires financiers extérieurs qu'il applique une politique réfléchie en matière de finance et qu'il anticipe certains résultats. Si une entreprise maintient son dividende alors que son bénéfice décroît, elle signifie en effet aux financiers que cette baisse n'est que passagère et que la progression des bénéfices va reprendre (VERNIMMEN, 1998). Plus fondamentalement, selon BATTACHARYA (1979, 1980), la politique de distribution de dividende est un moyen efficace d'éliminer les asymétries informationnelles et de donner des informations pertinentes sur la santé de l'entreprise car elle est considérée comme un signal positif des flux de liquidités dans l'entreprise.

Les individus peuvent également utiliser la structure de leur financement comme procédure de signalement. Le contenu informatif de la politique d'endettement des agents de l'économie apparaît dans de nombreuses études qui mettent positivement en lien le niveau d'endettement d'un individu et le signal de sa qualité sur le marché des capitaux (ROSS, 1977 ; LUMMER & MCCONNELL, 1989 ; GALLAIS-HARMONO & MOURGUE, 1989 ; HARRIS & RAVIV, 1991). Selon ROSS (1977), toute modification de la politique financière entraîne une modification de la perception de l'entreprise par les investisseurs externes à la recherche de création de valeur. Ainsi, les dirigeants des entreprises dont l'endettement s'accroît signalent au marché qu'ils connaissent l'état du monde, que celui-ci est favorable et que les performances de l'entreprise lui permettront de payer des charges financières supplémentaires et de rembourser l'endettement nouveau sans difficulté. S'il est erroné, ce signal comporte sa propre sanction. En effet, si les perspectives réelles de l'entreprise ne sont pas bonnes, le surcroît d'endettement la conduira à de grandes difficultés qui

ne manqueront pas de se traduire par le renvoi du dirigeant (VERNIMMEN, 1998).²⁰⁸

De plus en plus, les travaux sur les signaux véhiculés par la politique d'endettement des entreprises portent sur les « *loan commitments* ». ²⁰⁹ D'une part, la valeur du signal de la relation banque-entreprise se vérifie par la capacité directe des banques à mesurer les ressources que l'emprunteur dégage de ses activités (FAMA, 1985 ; HARRIS & RAVIV, 1991 ; GREENBAUM & THAKOR, 1995) ²¹⁰ D'autre part, des auteurs démontrent, à l'exemple de FAMA (1985), la qualité du signal de la dette par le fait que de nombreuses organisations payent des frais de lignes de crédit dans les banques sans pour autant mobiliser ces ressources disponibles (KANATAS, 1987 ; THAKOR & UDELL, 1987 ; THAKOR, 1989). En France, les « *loans commitments* » trouvent leur équivalent dans l'offre de financement de la part des banques sous la forme, au hors bilan de celles-ci, d'« engagements d'ouverture de crédit non engagée », encore appelés

²⁰⁸ Ce dernier est donc fortement incité à envoyer le bon signal, en ajustant le niveau d'endettement de la firme compte tenu de la connaissance qu'il a de sa capacité de remboursement.

²⁰⁹ MORRIS & SELLON (1995) définissent les « *loan commitments* » comme « *un accord entre un emprunteur et un prêteur qui permet à l'emprunteur de tirer, à sa discrétion, sur une ligne de crédit* ». Il s'agit d'une promesse de prêter à hauteur d'un montant pré-spécifié, à un client pré-spécifié et à des termes pré-spécifiés. Une telle promesse tient pour une période de temps pré-spécifiée. Les termes attachés au contrat ont trait au taux d'intérêt sur le prêt, à la maturité de celui-ci et à la destination des sommes confiées. Il ressort des travaux américains que, en contrepartie de l'offre de ce service, les banquiers sont récompensés par des *commitment fees*, exprimés en pourcentage du montant total offert et payés par l'emprunteur au moment de la négociation du prêt. Les prêteurs bénéficient aussi souvent de *usage fee*, payés sur la portion non utilisée de la ligne de crédit.

²¹⁰ FAMA (1985) le note, « *Bank signals are credible since the bank backs its opinions with resources or by declining resources* » (p. 36).

crédits confirmés. Véritable assurance de liquidité donnée par les banques à leurs clients, ces moyens de financement potentiels se distinguent nettement de la dette effectivement mobilisée. En effet, ce qui importe dans ce schéma de signalement, c'est la disponibilité d'un financement externe qui, dès lors qu'il n'est pas engagé, permet d'apprécier la capacité d'accès à la liquidité des agents économiques. Au contraire, lorsque l'endettement effectif est important, son contenu informatif connaît des limites dans le sens où, il a été largement démontré, à l'exemple de BERNANKE & GERTLER (1990),²¹¹ que c'est l'absence d'engagements financiers passés qui joue un rôle de signal positif pour les agents de l'économie.

La théorie du signalement attaché à structure financière donne aussi une place essentielle à la richesse initiale de l'agent de l'économie. CHAN & KANATAS (1987) le notent, « les entrepreneurs avec des probabilités de succès supérieures à la moyenne peuvent s'offrir à eux-mêmes de la finance à des termes bien meilleurs que ce qu'ils peuvent obtenir sur le marché et vont donc dégager de la richesse » (p. 289). Contribuant par la mise en réserve de richesse à leur utilité dans la dépense, les agents de l'économie assouplissent en outre indirectement les conditions de leur accès au financement externe. Le niveau du financement interne représente en effet, d'après CALOMIRIS & HUBBARD (1990), des « collatéraux pouvant servir dans l'allocation du financement externe ». Aussi devient-il essentiel, dans l'étude de la relation de financement en asymétrie informationnelle, de mesurer pleinement « les effets du financement interne sur la disponibilité du financement externe ».

L'ensemble de ces signalements indirects qui portent sur les actions des agents de l'économie ont la particularité d'être des stratégies « extrinsèques » (SALANIE, 1994). Initialement adoptées pour des motifs autres que le signalement, elles contribuent cependant à assouplir les termes auxquels les individus peuvent recourir au marché des capitaux, dans une démarche qui n'implique pas pour autant des coûts supplémentaires. Nous allons le montrer, les

²¹¹ BERNANKE & GERTLER (1990) démontrent que, en période de troubles financiers, l'agent dont l'endettement est modéré aura moins de difficultés à remplir ses obligations auprès de son prêteur.

auteurs qui étudient les stratégies de signalement montrent que les candidats au financement peuvent stratégiquement et directement convoquer des signaux de qualité en engageant une partie des liquidités qu'ils détiennent dans le financement du projet pour lequel ils sollicitent des partenaires extérieurs.

B) Le signal direct de qualité par l'engagement de ressources internes dans le financement du projet

La valeur du candidat au financement et du projet pour lequel il sollicite le marché des capitaux est intimement liée à sa structure financière. Adaptant la théorie développée par SPENCE (1973) sur le marché du travail à l'étude de la relation de financement, LELAND & PYLE (1977) montrent que les problèmes véhiculés par les asymétries d'information sont dépassés dès lors que le niveau des liquidités détenues par les agents de l'économie sert de signal de qualité aux investisseurs extérieurs. Rejetant fondamentalement l'hypothèse de neutralité financière défendue par MODIGLIANI & MILLER (1958), ils défendent l'idée selon laquelle les « prêteurs vont placer une valeur dans le projet qui reflète l'information transférée par le signal » (p. 372). Cette annonce de qualité est donnée par l'implication financière d'un emprunteur potentiel dans son projet, fonction de sa dotation en richesse initiale. « Cette volonté d'investir dans son propre projet sert de signal, au marché des prêts, de la vraie qualité du projet » (p. 372). La partie de la richesse investie dans le projet de dépense assure un rôle actif de signalement car elle permet à la fois aux meilleurs candidats de se démarquer de leurs concurrents et à leurs financiers d'être rassurés sur leur incitation à l'effort final de remboursement (LELAND & PYLE, 1977 ; GALE & HELLWIG, 1985 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990 ; MISHKIN, 1992, 1997 ; FREIXAS & ROCHET, 1997).

Plus de 25 ans après les travaux initiaux de LELAND & PYLE (1977), le principe défendu par les auteurs qui s'intéressent aux meilleures stratégies de signalement de l'intégrité de la valeur de la firme reste le même : « Invest your own money ». BREALEY & MYERS (2000) le rappellent en effet, « Les investisseurs sont susceptibles d'être plus confiants dans vos plans s'ils voient que vous [...] avez une grande prise de participation personnelle dans le nouveau projet » (p. 9). FREIXAS & ROCHET (1997) précisent cette logique en montrant,

dans un modèle d'accès au financement externe, que les « bons entrepreneurs » sont ceux qui autofinancent leur projet. Les entrepreneurs qui sollicitent le marché devant, par conséquent, être considérés comme risqués. Pour cette raison, les prêteurs doivent veiller à un principe de partage des risques en posant comme condition première à la disponibilité de l'offre de financement que le projet de dépense soit en partie financé par celui qui le met en œuvre.

Le degré de l'engagement financier de l'emprunteur potentiel dans le projet pour lequel il sollicite en partie le marché des capitaux est un signal de qualité crédible dans le sens où il est coûteux pour les candidats au financement et les prêteurs le savent. L'emprunteur n'a d'autres choix que de détenir des ressources internes, disponibles au moment de la dépense. Le coût du signalement prend donc la forme d'un coût de capital qui est fonction du niveau des ressources internes à disposition de l'agent économique. Pour ces différentes raisons, les financiers sont susceptibles de réduire la prime assortie à leur offre de financement externe (MYERS & MAJLUF, 1984 ; BERNANKE & GERTLER, 1989, 1990, 1995 ; CALOMIRIS & HUBBARD, 1990).²¹²

Concevant la spécificité des intermédiaires financiers dans les économies de coûts de transaction et la production d'information, CAMPBELL & KRACAW (1980) posent en revanche la question de la crédibilité des informations ainsi produites.²¹³ Aussi, selon ces auteurs, seule la dotation en richesse initiale des agents de l'économie permet la résolution véritable des problèmes que les asymétries d'information véhiculent pour les performances économiques réelles. Les liquidités à disposition des individus, « *barrière à l'entrée sur le marché de*

²¹² BERNANKE & GERTLER (1995, p. 35) le notent, « *the greater is the borrower's net worth [the sum of her liquid asset and marketable collateral], the lower the external finance premium should be* ».

²¹³ Ils avancent notamment l'hypothèse d'activité d'évaluation conditionnée par le paiement des emprunteurs individuels. C'est pourquoi, selon ces auteurs, l'intermédiation financière « *is not sufficient to resolve the moral hazard [...] problems intrinsic in the market for information* ».

l'information », sont ainsi présentées comme la seule vraie garantie de la fiabilité des individus et des projets qu'ils portent. L'individu qui sollicite le marché des capitaux pour financer une dépense a donc grand intérêt à adopter la stratégie de signalement qui convaincra les financiers de la possibilité de recouvrer le prêt.

En définitive, face aux enjeux considérables révélés par les asymétries d'information pour la relation de financement et les performances économiques réelles, les différents acteurs de l'économie, financiers ou non, sont susceptibles d'améliorer leur utilité grâce à des stratégies actives de protection de leur activité. Lorsque c'est le financement externe de la dépense éventuelle qui est envisagé, les agents économiques rassurent les financiers sur les revenus qu'ils dégagent de leur activité, de la possibilité qu'ils ont de vendre des actifs et de la possibilité qu'ils ont de recourir à des sources de financement externe supplémentaires. Ce sont là autant d'éléments qui, entrant directement dans la détermination de la disponibilité, du coût et des autres termes de l'offre de financement, permettent aux prêteurs de capitaux d'apprécier leur probabilité d'être remboursés. Les liquidités que les individus sont susceptibles de tirer de leur activité, de leurs actifs ou de la mobilisation d'autres sources de financement externe apparaissent par conséquent directement une variable-clef dans l'accès au marché des capitaux. Elles laissent envisager, pour tout individu, une substituabilité plus grande du financement externe aux sources internes de financement : plus l'emprunteur présente des ressources internes importantes au moment de la dépense et meilleurs seront les termes du financement externe qu'ils sollicitent à ce moment-là. Cette logique constitue une incitation forte pour les individus à accumuler des ressources financières internes.

En asymétrie informationnelle, le financement externe entendu comme un financement nouvellement sollicité au moment de la dépense, ne constitue cependant pas le seul mode de financement envisagé par les agents économiques. Dans un tel environnement, constamment exposés au risque de ne pas pouvoir entreprendre une dépense, ceux-ci doivent prendre les décisions qui leur assurent la capacité financière d'entreprendre, sans délai et à moindre coût, la dépense. Dans ce schéma, le pouvoir que confèrent ses ressources internes dans l'amélioration des conditions d'accès aux nouveaux fonds externes se double de la capacité qu'elles offrent aux individus de couvrir eux-mêmes le financement de leur dépense. Nous allons le voir, pour ces raisons, les agents économiques sont

conduits à préférer une telle détention. L'existence d'une substituabilité imparfaite entre les fonds internes et toutes les formes de financement externe, fondement microéconomique majeur de la théorie du canal large du crédit, s'appréhende de cette façon à travers l'attachement des individus pour les ressources financières disponibles au moment de la dépense. Dégagée de l'activité et directement inscrites à leur passif, celles-ci peuvent également être préalablement négociées auprès des banques, alimentant le hors-bilan des entreprises. L'accès des dirigeants d'entreprise à la liquidité, entendue comme l'accès à des ressources mobilisables facilement et à moindre coût au moment de la dépense, apparaît comme le gage de leur capacité à entreprendre, s'ils le désirent, toute dépense imprévue.

Section 2 - La préférence pour le financement interne, fondement de l'imparfaite substituabilité entre les modes de financement de la dépense

Le prix à payer pour l'agent qui veut recourir à un nouveau financement externe est susceptible de décroître avec le niveau de ses sources de financement interne.²¹⁴ Il n'est en revanche pas totalement réductible à zéro. La « prime de

²¹⁴ Le prix du recours au marché des capitaux trouve au moins deux justifications profondes. D'une part, avant d'offrir des fonds, tout prêteur va s'assurer qu'il sera à l'échéance remboursé. Conduit à anticiper les coûts qu'il est susceptible de rencontrer dans la conduite de la relation, il va tenter de les couvrir en proposant un tarif conséquent à celui qui sollicite sa participation financière. La « prime de risque » ainsi définie, qui compense le prêteur pour les pertes éventuelles assorties au financement d'un « clou » – *lemon* –, est ensuite répercutée sur le coût de financement de la contrepartie qui supporte ainsi intégralement les risques qu'elle véhicule. L'avantage informationnel des emprunteurs s'avère en réalité un véritable désavantage en terme de coût d'accès au marché des capitaux. D'autre part, nous le comprendrons avec le chapitre 4, la prime de risque déterminée par les offreurs de capitaux peut également se justifier par l'incertitude, pour ces derniers, sur leurs besoins de liquidité futurs.

financement externe » demeure par conséquent un élément de marchandage incontournable des contrats financiers, constituant une des bases fortes sur lesquelles l'emprunteur potentiel prend sa décision d'émettre ou non de nouveaux financements externes. Nous l'avons vu dans la première section du chapitre précédent, elle véhicule notamment un risque d'investissement sous-optimal qui décourage le recours des agents économiques au financement externe. Pour mener à bien leurs activités, les individus sont par conséquent conduits à aménager stratégiquement la structure de leurs financements dans laquelle ils montrent avant toute chose leur préférence pour les sources internes de financement.²¹⁵ La détention préférentielle pour des liquidités disponibles au moment où ils en ont besoin répond au désir des agents économiques d'être capables de financer à moindre coût et eux-mêmes leurs dépenses (2.1.).

Guidés par un motif de précaution en environnement imparfait et incertain, les agents de l'économie sont amenés à adopter les mécanismes de protection susceptibles de leur garantir l'accès futur à la liquidité. La préférence des agents économiques pour la liquidité est motivée par la capacité financière qu'elle leur offre de parer à l'imprévu. Si elles sont d'origine strictement interne, découlant de l'activité de la firme, les liquidités peuvent également trouver leur source dans

²¹⁵ Le choix qui se pose n'est pas celui du partage optimal dette/fonds propres mais celui d'une structure de financement particulière entre divers modes de financement de la dépense. « *The crucial variables to be determined are not just the relative amounts of debt and equity but also the fraction of the [inside] equity held by the manager* » (JENSEN & MECKLING, 1976, p. 343). Avec regrets, Myers (1984, p. 575) le note, « *I have done more than my share of writing on optimal capital structure, so I take this opportunity to make amends and to try to push research in some new directions* ». Selon JENSEN & MECKLING (1976), MYERS (1984) et MYERS & MAJLUF (1984), il convient plus justement de parler de « structure de financement » ou de « structure de capital » car on doit considérer, en plus des financements externes, les ressources internes détenues par l'agent. Avec le paradigme du financement hiérarchique, les fonds propres issus des rétentions sur profits -internes- se distinguent pour la première fois de ceux obtenus par émission de nouveaux fonds propres -externes.

l'activité bancaire. Solutions institutionnelles aux frictions informationnelles sur le marché, les banques apparaissent également dans ce contexte comme des intermédiaires monétaires privilégiés, garants de la capacité d'emprunt, et donc de dépense, de leurs clients. L'imparfaite substituabilité qui existe en asymétrie informationnelle entre le financement interne et toutes les nouvelles formes de financement externe prend de cette façon une nouvelle dimension, reflet du désir de sécurité des agents économiques (2.2.).

2.1. - Les sources internes de financement préférées aux nouveaux fonds externes

Doté de ressources internes disponibles au moment de la dépense, un agent économique peut choisir de financer en partie celle-ci en faisant appel au marché des capitaux. Dans cette configuration, les sources internes de financement offrent à leurs détenteurs l'avantage de réduire le coût de financement externe de leurs dépenses. Elles ne les obligent cependant pas à adopter un tel mode de financement (2.1.1.). Rationnellement, les agents économiques opteront pour le financement externe uniquement si le prix à payer n'excède pas *in fine* la valeur de l'investissement réalisé par ce biais. Pour se protéger contre le risque de sous-investissement, ils montrent leur préférence pour les sources internes de financement, donnant à celles-ci la première place dans la hiérarchie des moyens de financement qui se dessine alors (2.1.2.).

2.1.1. - Manque de fonds interne et émission de nouveaux financements externes

Les agents économiques qui, en manque de sources internes de financement, désirent malgré tout réaliser une dépense/saisir une opportunité d'investissement n'ont pas d'autres choix que d'envisager le recourt au marché des capitaux. Dans le cas où il serait confronté à divers financements externes qui, lorsqu'ils sont envisagés séparément, s'avèrent d'un coût supérieur au rendement attendu de l'investissement, un agent peut organiser la structure de ses financements entre une part de ressources internes initialement disponibles, un nouvel endettement et de nouveaux fonds propres externes (A). En engageant dans le financement de la dépense le maximum des ressources internes qu'il peut se constituer, l'individu atténue les conséquences des imperfections du marché des capitaux sur la dépense en réduisant le coût du financement externe de celle-ci.

S'il ne peut par ce moyen abaisser le coût total de son financement à un niveau inférieur au rendement attendu du projet de dépense, il devra renoncer au financement externe (**B**).

A) Aménagement de la structure des financements entre un niveau donné d'autofinancement et les nouveaux fonds externes envisagés

Lorsqu'il manque de ressources internes au moment où un besoin de dépense survient, la stratégie de l'individu qui envisage malgré tout le recours au marché des capitaux consiste à en minimiser le coût. Il est susceptible de répondre à cet objectif en procédant à une organisation stratégique de ses financements externes, montrant sa préférence, parmi ceux-ci, pour la dette. MYERS (1977) le note, en terme de coût d'accès au marché des capitaux, « la dette peut être le moindre mal » (p. 155).

(i) Une organisation stratégique des financements entre des ressources internes, une émission de dette et de nouveaux fonds propres externes

Soit **E**, le montant de financement externe sollicité sur le marché des capitaux. Fixe lors de la détermination du besoin de financement, il est déterminé par la différence entre le montant nécessaire pour la dépense et les ressources que l'entrepreneur-emprunteur engage dans le financement de son projet ($E = I - S_0$). Nous posons ici pour hypothèse qu'il ne s'agit pas là de la capacité financière maximale de l'emprunteur, mais l'engagement de celui-ci pour un niveau moindre.²¹⁶ Les possibilités de financement sont, outre les ressources initialement disponibles pour le dirigeant (**S**), les fonds propres externes (**A**) levés avec l'appel à de nouveaux actionnaires et la dette (**B**) accessible auprès des créanciers extérieurs.

Selon la théorie de l'agence, l'appel à de nouveaux fonds propres ne peut constituer la totalité des fonds externes requis pour la dépense, en raison du risque de sous-investissement qu'il véhicule pour les nouveaux actionnaires qui fixent alors la prime de risque élevée. Il en va de même pour un financement par la dette

²¹⁶ Supérieur ou égal cependant au seuil minimal qui ouvre l'accès au financement externe.

qui expose les créanciers au risque de sur-investissement.²¹⁷ L'amointrissement du coût d'accès au marché des capitaux suppose donc, pour l'agent en manque de financement externe, un *mix* de nouveaux financements externes entre les fonds propres externes et la dette ($\mathbf{E} = \mathbf{A} + \mathbf{B}$).

Le problème consiste pour l'individu à définir le montant des nouveaux fonds propres externes (du nouvel endettement) qui lui permet, associé à un financement par une nouvelle dette (de nouveaux fonds propres externes), de minimiser les coûts totaux de son accès au marché des capitaux.

On sait, d'après les développements de la théorie de l'agence et de l'économie de l'information, que le coût de l'appel au marché des fonds propres, $\mathbf{C}_A(\mathbf{E})$, est décroissant avec la part d'autofinancement du candidat au financement (\mathbf{S}) et, par conséquent, croissant avec le montant de financement externe sollicité. Il en va de même pour le coût de l'émission d'une nouvelle dette, $\mathbf{C}_B(\mathbf{E})$.

Logiquement, plus la part du financement externe nécessaire pour un investissement de taille donnée se compose de fonds propres externes, moins la dette sollicitée est importante. Les coûts $\mathbf{C}_B(\mathbf{E})$ de financement par recours à la dette sont donc décroissants avec la part couverte par les nouveaux actionnaires. Par contre, si l'appel à des nouveaux actionnaires externes est nul, i.e. $\mathbf{C}_A(\mathbf{E}) = \mathbf{0}$, le coût d'un financement par la dette est à son maximum, ce qui demande, pour le minimiser la complétude par les fonds propres externes. Un aménagement stratégique de la structure financière entre la part du financement interne engagée par le dirigeant d'entreprise et les deux modes de financement externe peut donc minimiser les coûts totaux liés au recours de la firme au marché des capitaux (**figure 3-1**).

Figure 3-1 : Formes et coûts des financements externes
(image non disponible)

(Source : Jensen, Meckling, 1976, p. 344)

²¹⁷ De plus, selon JENSEN & MECKLING (1976) le niveau d'endettement atteint peut être tel que le coût associé à son utilisation dépasse le coût qui serait assorti au recours à de nouveaux fonds propres.

La courbe $C_T(E)$ représente dans son ensemble différentes combinaisons dans le nouveau financement externe entre les fonds propres et la dette. Ainsi, l'agent qui désire recourir au marché des capitaux pour mettre en œuvre un projet de dépense peut tenter de minimiser le coût total du financement de sa dépense. Il détermine, pour le faire, une combinaison entre les différents financements externes qui, relativement à l'importance de son autofinancement, lui permet de supporter les coûts de financement les plus faibles. Il apparaît cependant, parmi les nouveaux modes de financement externe, une imparfaite substituabilité à l'avantage de la dette.

(ii) L'option d'émettre une dette l'emporte sur l'émission de nouveaux fonds propres externes

Du point de vue des nouveaux actionnaires, la dette présente l'avantage de discipliner la contrepartie et, lorsqu'elle est négociée, signale la qualité de celle-ci. Un tel signalement facilitera l'accès au marché des financements externes dont le coût s'en trouve réduit. Les nouveaux prêteurs potentiels répondent de cette manière positivement au choix du financement par la dette opéré par la firme.

Tout d'abord, GREENWALD, STIGLITZ & WEISS (1984) montrent que la dette permet de réduire la flexibilité à disposition du dirigeant d'entreprise en lui laissant moins de résultat net –somme des fonds générés par l'activité de la firme– à sa discrétion. Cette logique qui dérive directement de la théorie du *free cash flow* initialement développée par JENSEN (1976) trouve ses fondements dans le désir des actionnaires de la firme de contrôler l'usage fait par le dirigeant d'entreprise de ce qui correspond dans la comptabilité française à la marge brute d'autofinancement, incitant au sur-investissement.²¹⁸ La participation des nouveaux actionnaires au capital de l'entreprise apparaît dès lors conditionnée par l'endettement de celle-ci. Avec l'obligation pour le dirigeant d'entreprise d'honorer le remboursement du montant emprunté et/ou les charges d'intérêt qui

²¹⁸ Qui est, rappelons-le, la somme du bénéfice net et des dotations aux amortissements et aux provisions

s'y rattachent,²¹⁹ une partie moindre des profits dégagés de l'activité de la firme reste disponible pour une allocation au gré et à l'intérêt de son gestionnaire. GREENWALD, STIGLITZ & WEISS (1984) montrent par ailleurs que le dirigeant qui fait exclusivement appel aux fonds propres externes doit partager avec l'ensemble des actionnaires les fruits dégagés de l'activité de la firme. Jouissant dans ce cas d'une partie moindre de tout profit additionnel, il est fortement susceptible de fournir le moins d'effort possible dans la gestion de son organisation. Face à cela, selon GREENWALD, STIGLITZ & WEISS (1984), la dette constitue également pour les actionnaires un moyen de discipline en ce sens où elle introduit des risques de faillite, dont le coût essentiel pour le dirigeant est la perte d'emploi. GREENWALD, STIGLITZ & WEISS (1984) et HARRIS & RAVIV (1990) montrent que la dette a enfin le pouvoir de discipliner le dirigeant car le créancier est susceptible d'interrompre à tout moment son aide financière.

Aussi, parce qu'elle risque autrement d'être sous-évaluée par les nouveaux actionnaires, la firme préfère un financement externe par la dette à celui sous forme de fonds propres externes. On remarque qu'il s'agit là d'une préférence qui lui est indirectement imposée par les partenaires financiers extérieurs qui conditionnent, sinon, la disponibilité et le coût des capitaux qu'ils sont susceptibles d'apporter.

MYERS (1977, 1984, 1989) et MYERS & MAJLUF (1984) interprètent au contraire l'ordre hiérarchique entre les deux modes de financement externe comme le reflet du désir des agents de mobiliser en premier lieu les moyens financiers les moins risqués pour la réalisation de la dépense. Dans ce cas, la supériorité de la dette sur les autres formes de financement externe s'apprécie comme le mode de financement qui, lorsqu'il est mobilisé, prédit une perte d'opportunité moindre relativement à l'appel à de nouveaux fonds propres

²¹⁹ Lorsqu'elle se présente sous forme de crédits non tirés, la dette potentielle demande uniquement le paiement des agios liés à l'existence d'un tel service.

externes.²²⁰ C'est la raison pour laquelle, selon MYERS & MAJLUF (1984) « La firme n'émet jamais de fonds propres quand elle a l'option d'émettre de la dette » (p. 197).²²¹

Bien qu'ils traitent exclusivement de la dette risquée dans leur étude, ces auteurs n'excluent pas que la dette prenne le profil particulier d'une « dette sans risque » : « la capacité d'émettre une dette sans risque de défaut est aussi bonne que du cash à la banque » (MYERS & MAJLUF, 1984, p. 207). Dans ce cas, où « l'entreprise va toujours émettre et investir », la « dette sans risque » vient en complément de la « monnaie en réserve »²²² pour la firme. Selon les auteurs, le principe est simple ; « La règle générale semble être : Il vaut mieux émettre des titres sûrs plutôt que des titres risqués » (p. 207). Assimilant la « dette sans risque » à une « réserve de pouvoir d'emprunt », les auteurs ne poussent cependant pas plus loin l'étude d'une telle mobilisation. Ils permettent néanmoins d'introduire, en finance d'entreprise, une différence entre l'option de dette et l'endettement effectif, exerçant l'une et l'autre des effets contradictoires sur la dépense. L'option de dette élargie les choix des agents en matière de financement, ceux-ci pouvant directement s'en servir pour financer la dépense ou l'utiliser comme mécanisme de signalement auprès d'autres financiers éventuels. La dette effectivement mobilisée, au contraire, demande à être remboursée : les charges d'intérêt lèsent le *cash flow* disponible pour le financement de la dépense et jouent en même temps un rôle de signal négatif de la qualité de l'entreprise endettée.

²²⁰ Selon les auteurs en effet, « *issuing safer securities minimizes the consequence of the manager's information advantage* » (p. 197).

²²¹ Et finalement, d'après MYERS (1989), « *An equity issues become feasible [...] only when leverage is already high enough to make additional debt materially expensive, for example because of the threat of costs of financial distress* », (p. 87).

²²² Définie dans l'étude de MYERS & MAJLUF (1984) comme du *cash* dégagé de l'activité.

B) Partage optimal entre le niveau maximal de financement interne et les nouveaux financements externes non totalement garantis

Dans un environnement imparfait, les agents économiques qui veulent se soustraire au risque de sous-investissement doivent faire les choix de financement qui leur permettent d'assurer leurs dépenses. Bien que d'une valeur donnée et, par hypothèse, pas forcément inférieure à l'opportunité de dépense lorsque celle-ci se présente, les liquidités qu'ils détiennent contribuent à assouplir le prix de l'accès au financement externe. Sachant cela, les individus peuvent être amenés à organiser stratégiquement la structure de leur financement de manière à atteindre, lorsque le besoin de dépense se fait sentir, le partage optimal entre ressources internes, nouvelles dettes et nouveaux fonds propres externes qui minimisent le coût total des fonds externes.

Dans ce schéma, leur intérêt premier est d'engager, dans le financement du projet, la part maximale des ressources internes qu'ils peuvent se constituer. Ils peuvent utiliser le maximum de *cash flow* tiré de l'activité, vendre les actifs de la firme ou encore mobiliser un financement externe dont la disponibilité aura été préalablement négociée. Le coût du financement externe que les individus supportent dépend fortement du partage entre ces liquidités, qui forment les sources internes de financement, et les nouveaux fonds externes qu'ils demandent. En effet, plus les nouveaux fonds externes sollicités sont faibles relativement à la part des sources internes dans le financement du projet et plus les coûts totaux qui y sont attachés sont réduits, toutes choses restant égales (**Figure 3-2**). S'ils veulent recourir au marché des capitaux, les agents économiques exposés à des divergences d'intérêt susceptibles de naître avec leurs nouveaux partenaires financiers, ont donc intérêt, pour bénéficier des meilleures conditions, à privilégier en premier lieu le financement interne de la dépense, composé des ressources assurément disponibles lorsque le besoin de dépense se fait sentir.

Figure 3-2 : Niveau de financement externe et niveau de coûts
(image non disponible)

(Source : Jensen, Meckling, 1976, p. 347)

Ainsi, une détention de sources internes de financement permet à l'individu de profiter de la relation inversement proportionnelle entre le niveau de

son financement interne et le coût du financement externe qu'il sollicite dans le total des fonds nécessaires à la dépense. Selon MYERS (1977) toutefois, si le coût du financement externe reste supérieur au coût d'opportunité des ressources internes, il peut être à l'origine d'un *auto-rationnement* de la part des agents qui préfèrent se détourner du marché des capitaux. Nous allons le justifier maintenant, le refus de faire appel à celui-ci peut également s'expliquer par le désir des agents de l'économie de rester financièrement autonomes. Dans tous les cas, amenés à trouver les mécanismes de protection de leurs performances économiques réelles, les agents économiques procèdent à une organisation de leur structure de capital dans laquelle ils montrent avant toute chose leur préférence pour les sources internes de financement.

2.1.2. - La détention préférentielle de sources internes de financement

S'ils n'envisagent pas le mode de financement externe de leur dépense, les agents de l'économie qui veulent entreprendre des projets d'investissement n'ont pas d'autres choix que de détenir les liquidités nécessaires. L'étude des déterminants de la décision de financement en environnement imparfait amène plusieurs travaux théoriques et empiriques à révéler la tendance des agents de l'économie à préférer les sources internes de financement (**A**). La détention préférentielle de liquidités répond au désir des individus de s'assurer le mode de financement le moins cher de la dépense. Elle satisfait plus largement l'ensemble des agents économiques qui, à un moment ou à un autre du temps, montrent leur aversion pour le financement externe de leur projet de dépense et envisagent de financer eux-mêmes les besoins de dépense qui se présentent (**B**).

A) Structuration hiérarchique du capital et préférence pour les sources internes de financement

L'idée d'une préférence des agents économiques pour le mode de financement le moins cher de la dépense n'est pas contemporaine aux développements en théorie de l'agence et en économie de l'information. On la retrouve par exemple dans les écrits de BAUMOL (1965) selon lequel « Il apparaît que la majorité des entreprises devraient financer tant que possible leur investissement entièrement avec les rétentions sur les résultats car c'est, de manière caractéristique, le moyen le moins cher de tirer des fonds additionnels.

C'est seulement quand il devient impossible de se procurer suffisamment de monnaie à partir des sources internes que la firme devrait se tourner vers le marché des actions ou les ressources d'emprunts » (p. 74, souligné dans l'original).²²³ Jusque-là en manque de véritables fondements théoriques, le paradigme de la hiérarchie du financement connaît ses principaux développements avec notamment des auteurs comme MYERS (1984, 1989), MYERS & MAJLUF (1984), FAZZARI, HUBBARD & PERTERSEN (1988), HARRIS & RAVIV (1991), DUEKER & THORNTON (1994) ou encore PETERSEN (1994). Cette « *approche de la stratégie financière* » (BREALEY & MYERS, 2000) fait également l'objet de nombreuses investigations pratiques au niveau desquelles elle n'est pas réfutée.²²⁴

Ce sont cependant FAZZARI, HUBBARD & PERTERSEN (1988) qui, les premiers, en donnent une représentation graphique dans laquelle ils illustrent clairement le lien direct entre la forme du financement de la dépense et les coûts qui y sont associés (**Figure 3-3**).

Figure 3-3 : L'investissement et les décisions de financement dans la logique d'un financement hiérarchique

(image non disponible)

(Source : Fazzari, Hubbard & Pertersen, 1988, p. 154)

²²³ Cette citation est également retranscrite dans l'article de Petersen (1994, p. 3).

²²⁴ La validation directe de la théorie du pecking order est l'œuvre notamment de BAYLESS & DITZ (1994), MULKAY & SASSENOU (1995), BARRAN & STEFANI (1995) ou de MCCONNELL & SERVAES (1995). Indirectement, elle a également été attestée dans les travaux qui, ayant trait à la validation de la théorie du canal large du crédit, concluent en l'imparfaite substituabilité entre le financement externe et le financement interne, à l'avantage, dans le financement de la dépense, de celui-ci.

Lorsque la demande d'investissement est faible - située, par exemple, au niveau D_1 dans la figure ci-dessus - la dépense en capital est financée uniquement par les « fonds générés de manière interne », au détriment de la distribution des dividendes. Pour satisfaire une demande d'investissement de niveau D_2 , la firme va le financer en complétant son financement interne par de la dette. Ceci est possible, d'après les auteurs, parce que la dette peut être « sécurisée ou obtenue auprès des prêteurs comme les banques commerciales qui, se spécialisant dans le contrôle des emprunteurs, font en sorte que les problèmes informationnels sur le marché de la dette sont moins sévères que sur le marché des fonds propres externes » (FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN, 1988, p. 155). Dans la mesure où le coût marginal de la dette s'accroît avec la mobilisation de celle-ci, la connexion entre la source de financement la moins onéreuse et celle la plus onéreuse - l'émission de nouveaux fonds propres externes - se traduit, dans la figure reproduite ci-dessus, par un trait oblique.

Elargissant le concept de financement interne, des auteurs comme MYERS (1984, 1989) ou MYERS & MAJLUF (1984) lui préfèrent notamment l'appellation « *financial slack* », entendu dans leur travaux comme un matelas de liquidités constitué par « des actifs liquides ou une réserve de pouvoir d'emprunt » (MYERS, 1984, p. 590). S'inscrivant pleinement dans la logique du financement hiérarchique,²²⁵ les auteurs montrent que, doté de sources internes de financement suffisantes, l'individu qui opère en asymétrie informationnelle peut financer la dépense qui survient en montrant d'abord sa préférence pour les moyens de financements les moins risqués, c'est-à-dire ceux dont la disponibilité est la plus certaine. Ainsi, les revenus dégagés de l'activité de la firme de même que ses possibilités de financement externe préalablement négociées –i.e. les crédits confirmés– sont autant d'éléments qui représentent potentiellement les

²²⁵ Encore appelée la logique du « *pecking order* », la thèse de la hiérarchie des financements connaît un certain raffinement au fil des travaux. Dans la hiérarchie financière qui se précise apparaissent toujours, selon un classement par ordre de préférence, les sources internes de financement, suivies de la dette sans risque, de la dette risquée, des instruments convertibles et des autres quasi fonds propres et, enfin, des fonds propres

sources internes de financement. Celles-ci doivent, par conséquent, être entendues dans un sens élargi. Nécessaire à la dépense, ces éléments font l'objet d'une demande préférentielle de la part des agents économiques. Ainsi, pour se protéger du risque de sous investissement, « la firme peut choisir de réduire ses coûts [de financement futurs] en émettant aujourd'hui des titres, même si les nouveaux fonds propres externes ne sont [aujourd'hui] pas nécessaires pour financer l'investissement réel [...]. En d'autres mots, un financial slack (des actifs liquides ou une réserve de pouvoir d'emprunt) est valable » (MYERS, 1984, p. 590). L'organisation de la structure de financement à l'avantage de la détention de liquidités apparaît être une solution praticable pour les agents économiques qui veulent se protéger des imperfections du marché des capitaux.²²⁶ La préférence pour les sources internes de financement répond plus largement au désir des individus de pouvoir financer eux-mêmes tous les besoins liés à l'activité économique. Gage d'indépendance financière, les sources internes de financement s'avèrent imparfaitement substituables à toutes les formes de financement externe.

B) Aversion pour l'émission de nouveaux fonds externes et détention préférentielle de moyens de financement interne

Selon MYERS (1984, p. 584), « l'asymétrie d'information crée [...] une sorte différente de coût : La possibilité que la firme va choisir de ne pas émettre et va, par conséquent, laisser passer un investissement à valeur nette présente positive. Ce coût est évité si la firme peut retenir assez de cash généré de manière interne pour couvrir ses opportunités à valeur nette présente positive » (MYERS, 1984, p. 584, souligné dans l'original).

Les auteurs qui s'intéressent à la logique du financement hiérarchique n'attribuent cependant pas toute l'explication de la détention préférentielle de sources internes de financement aux seules asymétries d'information. Une autre

²²⁶ MYERS & MAJLUF (1984) le résumant « *Slack has value because without it the firm is sometimes unwilling to issue[...] and therefore passes up a good investment opportunity* » (MYERS & MAJLUF, 1984, p. 195). Cette protection assurée donne aux individus la possibilité d'autofinancer leur dépense et/ou d'envisager le financement externe de celle-ci.

logique apparaît, en effet, dans laquelle la demande préalable de sources internes de financement ne vise aucunement l'assouplissement des conditions d'accès au marché des capitaux. Elle se rapporte, au contraire, à la volonté des individus d'être entièrement autonomes dans le financement de leur dépense. L'influence de la détention de liquidité sur le coût de nouveaux fonds externes n'est de ce fait qu'un avantage additionnel qui n'est, de surcroît, pas exploité.²²⁷ La détention préférentielle de liquidité s'explique par la volonté des agents économiques de choisir le mode de financement qui lèse le moins la valeur finale de l'investissement réalisé par ce biais. La préoccupation du dirigeant d'entreprise de mener à bien ses actions managériales l'incite, en outre, à être financièrement autonome, protégeant son activité de l'influence des financiers extérieurs.

(i) Nature de la décision de dépense par émission de nouveaux financements externes

L'étude de la nature de la décision de financement externe révèle que les agents optent pour de nouveaux fonds externes uniquement si ceux-ci leur rapportent plus qu'ils ne leur coûtent. Cette logique dérive de la transposition du modèle de JENSEN & MECKLING (1976) sur les conflits d'agence à l'analyse des déterminants des décisions de financement par MYERS (1984) et MYERS & MAJLUF (1984) notamment. Dans leur modèle, ces auteurs montrent que la comparaison entre le coût moyen des fonds levés sur le marché et les gains nets anticipés de la dépense que ces fonds servent à financer conditionne l'appel à de nouveaux capitaux externes, quelle que soit la forme de ceux-ci.

Le modèle pose l'hypothèse de départ selon laquelle une opportunité de dépense de montant **I** procure, à celui qui la saisie, une valeur nette présente positive, **b**. Si l'individu dispose de ressources internes **S** suffisantes au moment où l'opportunité survient, il peut soit autofinancer immédiatement cette

²²⁷ Notons que, selon MYERS (1977), ces résultats ne sont pas attachés à une situation spécifique d'asymétrie d'information. Il l'écrit, « La théorie développée ici ne dépend pas de quelques imperfections subtiles ou de *gaps* dans le fonctionnement des marchés financiers. Elle ne dépend pas non plus d'une perfection totale et de la complétude des marchés » (MYERS, 1977, p. 150).

opportunité soit faire appel au marché des capitaux pour un montant $E = I - S$. Cette deuxième solution n'est pas systématiquement adoptée cependant. Les agents supporteront les coûts associés à l'usage des nouveaux fonds externes, sous forme de fonds propres ou de dette, uniquement s'ils tirent des avantages nets de cette émission.

Développons l'exemple de la dette.²²⁸ La littérature ne manque pas de travaux théoriques qui, questionnant les déterminants de la structure financière des firmes, multiplient les raisons pour lesquelles le recours à la dette peut montrer certaines limites. Les uns insistent par exemple sur le risque de faillite qu'accompagne un recours intensif à ce mode d'économie fiscale (KRAUSS & LITZENBERGER, 1973 ; TITMAN, 1984) tandis que les autres mettent en avant, en raison de « limitations imposées par les prêteurs » ou alors de « stratégie financière » encore inexpliquée, le désir du dirigeant d'entreprise de se réserver « un pouvoir d'emprunt non engagé » (MODIGLIANI & MILLER, 1963)²²⁹.

²²⁸ La logique attachée à l'appel aux nouveaux fonds propres externes est simple : Tenant compte des risques auxquels ils sont exposés en asymétrie d'information, les nouveaux actionnaires formulent une offre au prix A_1 , différent de A qui prévaudrait en marché parfait. La rémunération du risque, prime représentée par la différence $(A_1 - A)$, conditionne la décision d'émission par la firme qui veut saisir une opportunité d'investissement. Ce mode de financement de la dépense n'est en effet envisageable que si la valeur nette présente de l'opportunité d'investissement est supérieure ou égale à la prime exigée par les nouveaux actionnaires, i.e. $A_1 - A$.

²²⁹ Selon MODIGLIANI & MILLER (1963) en effet, « *It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing [...] does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum amount of debt in their capital structures [...]. There are [...] limitations imposed by lenders [...] as well as many other dimensions in real-world problems of financial strategy which are not fully comprehended within the framework static equilibrium models [...]. These considerations, which are typically grouped under the rubric of the 'need for preserving flexibility', will normally imply the maintenance by the corporation of a substantial reserve of*

Cette dernière hypothèse a cependant peu retenu l'attention d'une littérature qui considère, en outre, un fonctionnement parfait du marché des capitaux, expliquant mal ce « besoin de préserver une flexibilité ».

Dans le prolongement de l'ensemble de ces propositions, l'étude de MYERS (1977) prétend à l'originalité dans une explication en terme de coût de financement.²³⁰ Dans sa « nouvelle approche », il montre l'existence d'une relation inverse forte entre le coût de financement par la dette d'un projet d'investissement à valeur nette présente positive et la réalisation effective de celui-ci.²³¹ La promesse de remboursement des sommes empruntées conditionne, en effet, totalement la décision de couverture de la dépense par émission de financement externe par les firmes. Plus cette promesse est importante et moins la mise en œuvre de la dépense par émission d'une nouvelle dette est probable. MYERS (1984) et MYERS & MAJLUF (1984) le modélisent, telle la logique qui les commande quand ils recourent aux fonds propres externes, les individus requièrent de la dette pour le montant $\mathbf{B} = \mathbf{I} - \mathbf{S}$ uniquement s'ils tirent un avantage net de la dépense ainsi financée, *i.e.* $b \geq B_1 - B$.²³²

untapped borrowing power » (p. 442 et repris dans JENSEN & MECKLING, 1976, p. 332-33).

²³⁰ « *Il y a sans aucun doute quelques vérités dans chacune de ces idées, mais elles ne constituent pas une explication rigoureuse, complète et sensible de la politique d'endettement de la firme* » (MYERS, 1977, p. 148).

²³¹ La dette est, dans ce cas, considérée comme risquée. Les auteurs font en effet une exception de la dette sans risque de défaut qui, nous verrons dans le point suivant [cf. le B) de cette section], jouit d'un statut particulier dans leurs travaux.

²³² S'il ne peut totalement réduire les asymétries d'information, le créancier offre des fonds contre un remboursement \mathbf{B}_1 , qui tient compte du calcul anticipé des coûts futurs et aléatoires qu'il peut rencontrer, différent de \mathbf{B} , le montant initialement nécessaire à la dépense. Pour l'agent qui le sollicite en revanche, la couverture de la dépense par la dette n'est envisageable que si la valeur de

Si elle l'emporte sur la valeur nette présente d'un projet d'investissement, la quantification de la valeur actuelle de coûts futurs et aléatoires peut en effet justifier que l'agent ne sollicite pas le marché de la dette pour réaliser sa dépense. Le financement de la dépense lui demande donc de détenir des liquidités. Une telle demande émerge également lorsque les agents économiques montrent plus largement leur aversion pour le recours au marché des capitaux.

(ii) L'autonomie financière offerte par la détention de liquidités

L'hypothèse de préférence des agents économiques pour l'indépendance financière apparaît plus en conformité avec les idées défendues par les auteurs séminaux sur le paradigme de la hiérarchie des financements. Largement cité parmi les auteurs à l'origine de la théorie du financement hiérarchique,²³³ DONALDSON (1961), par exemple, explique la détention préférentielle de financement interne par le fait que « le financement interne est la ligne de la moindre résistance » et que ce sont là « des fonds sur lesquels le dirigeant a un contrôle complet ». Il le rajoute, l'usage du financement interne « évite l'éclat éblouissant de la publicité [...] qui accompagne les décisions et actions du dirigeant si [l'investissement est] financé de manière externe » (p. 54).²³⁴ De la même façon, dans leur célèbre étude de *La décision d'investissement*, MEYER & KUH (1957) dressaient une longue liste explicative de la préférence pour la

l'opportunité d'investissement est au moins égale à la prime exigée par les créanciers. Ce résultat est aussi celui défendu par KOPCKE & ROSENGREN (1989)

²³³ MYERS (1977, 1984, 1989), MYERS & MAJLUF (1984) de même que PETERSEN (1994) font tous largement référence à cet auteur.

²³⁴ Il tire ce constat de l'étude empirique qu'il mène en 1961 sur les pratiques financières d'entreprises américaines.

finance interne en rapport étroit avec le désir d'autonomie financière du dirigeant d'entreprise.²³⁵

Prolongeant l'étude de DONALDSON (1961) et celle, menée dans la même logique, de BREALEY & MILLER (1977), MYERS & MAJLUF (1984) adhèrent également à cette vision. Ils le notent (p. 194-95), « la rationalité conventionnelle d'une détention d'un financial slack est que la firme ne veut pas avoir à émettre [...] pour poursuivre une opportunité d'investissement valable [...]. Le slack permet à la firme d'éviter le financement externe et, par conséquent, d'étouffer ses décisions d'investissement par d'éventuels conflits d'intérêt [...] ». ²³⁶ De la même façon, à l'exemple de BAUMOL (1965)²³⁷ avant eux, FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN (1988) le défendent, « la disponibilité des fonds internes permet avant tout à la firme d'entreprendre des projets de dépense désirables sans faire appel à un financement externe onéreux » (p. 157).

De nombreux auteurs ont par suite défendu la thèse de la préférence pour les liquidités par le désir de la firme de se soustraire à la discipline des marchés de capitaux, tout en ayant la possibilité de réaliser les dépenses qu'elle juge opportun (MYERS, 1977 ; FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN, 1988 ; BRAINARD, 1995 ; LAMONT, 1996 ; BREALEY & MYERS, 2000 ; CAMPBELL & KRACAW, 1980 ; FAZZARI & ATHEY, 1987). Pour BREALEY & MYERS

²³⁵ À savoir la faillite et la menace de la perte d'emploi, la dilution du contrôle, l'imposition par les créanciers de diverses restrictions, une part plus faible du rendement des actifs, etc.

²³⁶ En définitive, selon ces auteurs « *A financial slack allows the firm to avoid the consequences of managers' inside information* » (MYERS & MAJLUF, 1984, p. 195).

²³⁷ Selon lequel la poursuite des objectifs qui ne sont pas dans l'intérêt des actionnaires conduit les firmes à préférer les fonds internes de manière à éviter, comme l'avancait BAUMOL (1965, p. 70-75) « *les influences disciplinaires directes des marchés financiers* » et « *les restrictions sur la liberté d'action de la firme qui résultent des clauses restrictives assorties à l'émission* ».

(2000), la détention de liquidité constitue « *the best financing strategy* » pour les agents qui analysent conjointement les projets et la manière de les financer. La solution s'impose d'elle-même, « The greater part of the money is generated internally » (p. 351).

En définitive, la détention de sources internes de financement s'explique par la volonté des agents de l'économie de pouvoir répondre à leurs besoins de dépense. Cet aspect stratégique de la demande est essentiel dans l'explication de l'imparfaite substituabilité entre les fonds internes et les financements externes nouveaux. Les individus sont en effet conduits à formuler une demande de capital qui, donnant toute son importance à la quantité de liquidités, prend la forme d'une assurance de capacité financière. Amenés à éclairer la façon dont cette liberté peut être assurée, l'ensemble des auteurs s'entendent pour défendre l'idée selon laquelle, tout agent qui désire pouvoir satisfaire ses besoins de dépense a intérêt à détenir un *financial slack* important. Ce dernier est entendu dans l'étude de MYERS & MAJLUF (1984) comme un matelas de trésorerie, de valeurs mobilières²³⁸ voire de « pouvoir d'émission de dette sans risque de défaut ». ²³⁹ Commandée par le besoin des agents économiques de rester capables de mettre en œuvre de la dépense, la détention de telles encaisses apparaît déterminée par deux facteurs principaux : le revenu qu'ils dégagent de leur activité et le taux d'intérêt. On retrouve de cette façon la thèse initialement défendue par KEYNES.

S'ils veulent maintenir dans le temps leur auto-assurance contre les risques, les agents économiques doivent opter pour la structure de capital qui leur permet de répondre à cet objectif à n'importe quel moment du temps. Dans cette perspective, la dimension temporelle doit être prise en compte dans l'étude du choix des éléments entrant le mieux dans la composition des sources internes de financement. Cette démarche permet de préciser, parmi les services susceptibles d'être offerts par les banques désireuses de limiter leur exposition au risque, ceux qui satisfont véritablement le désir de liberté financière des agents économiques

²³⁸ i.e., selon les auteurs, d'« *actifs liquides* ».

²³⁹ i.e. de « *pouvoir d'emprunt non usité* », de « *réserve de pouvoir d'emprunt dans les banques* ».

en leur garantissant un « pouvoir assuré d'emprunt ».

2.2. - Le statut privilégié des banques dans l'offre d'une assurance de capacité d'emprunt et la perspective de modération des fluctuations cycliques

Incertains sur le moment où ils devront être amenés à mettre en œuvre une dépense, les agents économiques privilégient les choix qui maintiennent dans le temps la capacité financière qu'ils recherchent. Suivant une logique de « capital stratégique » (MERTON, 1989)²⁴⁰, ils procèdent en une demande de liquidité qui témoigne avant tout de leur tentative d'endogénéisation des difficultés susceptibles d'apparaître dans le futur.²⁴¹ La demande de liquidité répond ainsi directement à un motif de précaution de la part des agents de l'économie. Par les marges de manœuvre qu'elles sont susceptibles de mettre en place pour se protéger dans un monde marqué par les asymétries informationnelles, les banques semblent répondre à cette attente. Jouant le rôle de partenaires financiers « faussement externes », ces institutions exercent dans cette logique un rôle tout à fait particulier en tant qu'intermédiaire monétaire (2.2.1.). Outre leur offre de crédits bancaires spécifiques à court terme, les banques répondent aux demandes des firmes en leur proposant également des « engagements d'ouvertures de crédit non tirés ». Ces services de liquidité sont complètement « assurés », aux pouvoirs semblables à ceux associés à la détention de monnaie (2.2.2.).

²⁴⁰ Selon cet auteur, la structure du capital ne peut pas être exclusivement commandée par la demande des investisseurs externes. Il en prend pour cause le fait que ces agents sont essentiellement concernés par les problèmes de rendement et de risque de leur portefeuille et trouvent dans les « *packages* »- mélange de différents actifs émis par les entreprises - proposés par les intermédiaires financiers des propositions bien plus attrayantes.

²⁴¹ Il ne s'agit pas là d'un choix délibéré de signalement sur le marché des capitaux mais d'une stratégie de protection contre le manque de financement (HAUGEN & SENBETT, 1979).

2.2.1. – Le crédit bancaire comme une « finance faussement externe »

Le concept de la dette « inside » a été initialement effleurée par JENSEN & MECKLING (1976) qui la définissent comme une dette potentiellement disponible, négociée au préalable par la firme qui en a, par conséquent, l'entière disposition. Ces auteurs admettent cependant que cette dimension mérite développement car ils sont eux-mêmes « incapables de l'incorporer dans l'analyse de manière satisfaisante ».²⁴² De la même façon, lui réservant une place au sein du « *financial slack* » dont ils défendent la valeur suprême pour réaliser la dépense, MYERS & MAJLUF (1984) assimilent la « dette sans risque » à « pouvoir d'emprunt non usité », autrement dit d'une « réserve de pouvoir d'emprunt dans les banques ». Ils le notent : « si la firme peut émettre une dette sans risque de défaut, notre problème disparaît : la firme ne laisse jamais passer une opportunité d'investissement à valeur nette présente positive » (p. 194).²⁴³ MYERS & MAJLUF (1984), comme en général tous les auteurs qui s'intéressent au paradigme de la hiérarchie financière, n'insistent cependant pas plus sur ce concept. Pour l'admettre, il nous reste donc à concrétiser la disponibilité d'un tel mode de financement. Nous pouvons aujourd'hui trouver la complétude à ces études dans l'orientation prise par les travaux motivés par la compréhension de la spécificité des banques.

A la lumière des apports de l'économie de l'information et de la théorie des incitations, la raison d'être de la banque tient aux avantages qu'elles

²⁴² Ils écrivent en effet, « *The question is a good one and suggests some potentially important extensions of the analysis* » (p. 352). Ils reconnaissent toutefois qu'il s'agit là d'une manière peu coûteuse pour le dirigeant de la firme d'éliminer une grande partie, sinon la totalité, du coût d'agence de la dette nouvelle.

²⁴³ Dans leur analyse, BERNANKE & GERTLER (1989) remettent au goût du jour le pouvoir de la « dette sans risque », montrant qu'elle devient possible si le financement externe satisfait la condition de « *Full collateralization* », c'est-à-dire qu'il ne dépasse pas la valeur des garanties ou le montant des ressources internes détenues par le candidat au financement.

détiennent dans la collecte et l'exploitation de l'information. Si elle est une garantie d'information sur les contreparties, la banque reste dans ce cadre largement aux risques de défaut de règlement de celles-ci, ce qui n'atténue nullement l'occurrence de rationnement de l'offre de financement. (**A**). La banque est par conséquent amenée à adopter des instruments précis de mesure des risques, qui, fiables et pertinents, lui permettent d'anticiper les difficultés et de concourir à leur prévention. Dans un environnement marqué par les asymétries d'information et l'incertitude sur la disponibilité future des liquidités nécessaires à la dépense, la banque apparaît alors comme un intermédiaire monétaire privilégié (**B**).

A) Les intermédiaires financiers en tant que solution aux frictions informationnelles

(i) La banque comme un producteur d'information...

Dans la littérature sur l'intermédiation financière, la spécificité de ces institutions apparaît d'abord à travers les économies de coûts de transaction qu'elles réalisent et leur fonction de production d'information (LELAND & PYLE, 1976 ; TOWNSEND, 1979 ; FAMA, 1980 ; RAMAKRISHAN, & THAKOR, 1984 ; SENBET & TAGGART, 1984 ; WILLIAMSON, 1988 ; GOODHART, 1989). La banque présente en effet un avantage en matière de collecte et d'exploitation internalisée de l'information en ayant recours à des mécanismes non-contractuels inexistant sur le marché (RAJAN, 1998). Cette spécificité issue d'une relation de financement inscrite dans le temps ou du régulier suivi des comptes,²⁴⁴ se double de l'assurance de la confidentialité des renseignements ainsi produits (CAMPBELL, 1979) et justifie l'efficacité des intermédiaires financiers dans l'évaluation, avant l'accord de crédit, des candidats au financement et le contrôle, après signature du contrat, de l'utilisation des

²⁴⁴ La banque a effet la possibilité d'asseoir la relation de clientèle sur des critères comme la réputation (BOOT, GREENBAUM & THAKOR, 1993) ou la crédibilité qu'elle acquiert à travers sa relation de clientèle (DIAMOND & RAJAN, 1997).

sommes prêtées (DIAMOND, 1984 ; WILLIAMSON, 1986).²⁴⁵ En œuvrant *via* des actions de *monitoring* contre les risques véhiculés par les asymétries informationnelles, la banque contribue aussi à l'efficacité de l'économie puisqu'elle lui épargne les doubles emplois liés aux contrôles individuels qu'impose la rencontre directe entre emprunteur et prêteur ultimes (MISHKIN, 1997).¹ La banque détient également d'importants avantages informationnels par rapport aux autres intermédiaires financiers, liés à l'activité de gestion du système des paiements de l'économie qu'elle est la seule à assurer.²⁴⁶

Si elle informe, la production d'information n'est pas suffisante toutefois face aux risques véhiculés par les asymétries d'information (BECSI, WANG & WYNNE, 1998). Afin de lutter contre les comportements opportunistes et se soustraire au risque de contrepartie, les intermédiaires s'appliquent à mettre en place des contrats différenciés particuliers, ajustant par là les risques sur leur offre de crédit.

(ii) ... A la recherche de mécanismes « *incentive compatible* »

Grâce à des mécanismes contractuels « hors prix » de sélection des emprunteurs et des opérations de *monitoring*, la banque apparaît comme une solution de premier ordre à l'incomplétude informationnelle véhiculée par les contrats de marché. Parmi l'ensemble des mécanismes « *incentive compatible* » qui permettent d'aligner les intérêts des emprunteurs, les banques peuvent faire appel à des garanties ou introduire des clauses restrictives (*covenants*) dans le contrat de financement (. L'utilisation de ces garanties pose cependant le

²⁴⁵ Les informations sont privatives dans le sens où seule la banque y a accès, contrairement aux informations disponibles sur le marché qui ont un caractère collectif et profitent à tous les intervenants.

²⁴⁶ En effet, la tenue et le suivi des comptes de dépôts lui permettent de collecter des informations privatives (revenus réguliers, habitudes de consommation, capacité d'épargne, incidents de paiement, etc.), qu'elle recyclera à son profit tout au long de la relation de clientèle (CHEVALIER-FARAT, 1992 ; SCIALOM, 1999).

problème de leur valeur future.²⁴⁷ L'intégration de clauses restrictives dans le contrat de financement oblige les emprunteurs à une fourniture régulière d'information mais soulève également pour les prêteurs le problème du contrôle de la qualité de celle-ci Cf. section 1). Ainsi, par les contrats différenciés qu'ils proposent, les intermédiaires financiers apparaissent comme des partenaires « spéciaux », ayant le pouvoir de traiter en priorité les emprunteurs pour lesquels l'accès au marché financier est difficile, mais qui présentent malgré tout des risques maîtrisables. Cependant, si elles sont dépourvues de sanctions, les techniques d'appréciation des risques adoptées par les banques n'éliminent pas complètement l'aléa d'un comportement opportuniste de la contrepartie et peut, par conséquent, justifier des décisions de rationnement quantitatif.

Afin de parfaire leurs activités d'offre de financement, les banques doivent trouver les moyens adéquats leur permettant de gérer leur exposition au risque de défaut de paiement. Aussi, au-delà de la garantie d'information, les intermédiaires déploient des spécificités dans la mise en place de contrats différenciés assortis de véritables garanties contre les risques. Parmi eux, la banque possède un véritable avantage grâce à la synergie entre son activité de crédit et les services de paiement qu'elle offre aux entreprises (AGLIETTA, 1993). Intermédiaires monétaires privilégiés, « C'est aux banques que revient la mission de rompre l'isolement financier de certains agents non financiers en proposant un nouveau contenu à l'intermédiation financière » (HIRIGOYEN & JOBARD, 1989).

B) La réussite de la banque comme un intermédiaire monétaire privilégié

Au-delà de la fonction traditionnelle d'intermédiaire financier, les banques jouent un rôle spécifique d'intermédiaire monétaire à travers leur capacité de création monétaire. Qualifiée « d'acte magique » par LEWIS (1989), cette opération offre à la banque la possibilité de prêter une certaine somme à un taux et à une échéance donnés, avec un crédit effectif du compte du client. La prise en compte des risques par la banque peut toutefois la conduire au rationnement quantitatif. Afin de parfaire son activité de crédit et son rôle de fournisseur de

²⁴⁷ L'amointrissement de leur portée résulte de la fluctuation de la valeur des biens sur lesquels elles portent.

liquidité, la banque doit donc, outre la gestion de la liquidité bancaire, trouver les moyens adéquats lui permettant de gérer son exposition au risque de contrepartie. On peut supposer que ce problème fait partie des préoccupations constantes de la banque qui, par conséquent, recherche les solutions de prévention des risques avant la survenance effective et le traitement « à chaud » de la crise. Pour satisfaire cet objectif, elles adoptent des instruments de mesure de plus en plus précis des risques qui, fiables et pertinents, leur permettent d'anticiper les difficultés et de concourir à leur prévention. Divers services proposés par la banque semblent porter en eux leur propre « garantie », à côté et en complément d'une collatéralisation traditionnelle.

(i) Les spécificités des crédits bancaires de court terme

Les relations que les banques entretiennent avec leur clientèle ordinaire, à travers une activité de crédit inscrite à leur bilan, leur donnent en substance les moyens d'anticiper les difficultés financières de la contrepartie et de les prévenir. Au-delà de leur fonction traditionnelle d'intermédiaire financier, les banques jouent un rôle spécifique d'intermédiaire monétaire à travers leur capacité de création monétaire. Qualifié d'« acte magique » par LEWIS (1989), cette opération offre à la banque la possibilité de prêter une certaine somme à un taux et à une échéance donnés, avec un crédit effectif du compte du client. Généralement consentis dans le cadre de la convention du compte courant et assortis de covenants, les crédits de court terme aux entreprises²⁴⁸ comportent en effet des limites contractuelles en termes de montant ou de formules particulières, permettant de cadrer les actions de la contrepartie.

Avec des financements à court terme, la banque s'offre l'avantage de profiter des informations au fur et à mesure qu'elles sont révélées (LEWIS, 1989) et de discipliner les emprunteurs (RILEY & STIGLITZ, 1993). La banque peut en effet s'assurer contre l'aléa de moralité en levant l'incertitude sur la destination

²⁴⁸ Sous forme de concours « en blanc » - tels les découverts ou les crédits de trésorerie, ou de mobilisations du poste client - telles les techniques d'escompte ou de Dailly, avec transfert de la propriété des créances mobilisées au profit de la banque.

des fonds (APILADO & MILLINGTON, 1992). Ces mécanismes de financement constituent le moyen pour le banquier d'apprécier l'évolution de la qualité du cocontractant, au fur et à mesure de l'utilisation des lignes de crédit, lui permettant de réagir avant l'abus. Enfin, les crédits à court terme aux entreprises portent en eux mêmes la dimension incitative au respect des termes du contrat ; le banquier ayant le pouvoir de les réduire ou de les arrêter dès la perception d'un risque.

En définitive, l'activité d'offre de crédit à court terme constitue pour la banque un moyen de détection précoce des difficultés ou fragilités des clients et lui permettent de prendre des mesures préventives appropriées, dont les coûts sont sans commune mesure avec ceux qui résulteraient d'un traitement « à chaud » des crises. Pour les entreprises, les crédits à court terme sont le gage de disponibilité, contribuant à faire face à des besoins de trésorerie ponctuels.²⁴⁹ Ils sont également le gage de souplesse car, déterminés selon des besoins prévisionnels calculés à partir de documents comptables, ils limitent les frais financiers au juste besoin. Dans un souci de rationalisation du montant des charges financières, la firme peut ainsi calibrer son recours à ces crédits personnalisés.

Si, à travers la disponibilité d'un crédit bancaire spécifique de court terme, banques et emprunteurs peuvent jouir au présent des bienfaits de la relation de financement, les deux parties au contrat peuvent également s'entendre sur les conditions de la relation dans le futur. En particulier, moyen pour les banques et pour ceux qui les sollicitent de se soustraire aux perturbations externes, les « engagements de crédit » révèlent leur avantage sur les crédits bancaires. Les agents non financiers trouvent dans ce « pouvoir d'emprunt non usité » une assurance de liquidité qui les laisse entièrement libres d'en profiter ou non.

(ii) L'avantage des engagements sous forme d'« ouvertures de crédit non tirées »

« L'entreprise qui apparemment ne possède pas d'actifs liquides ne souffre pas d'illiquidité. Elle a un substitut aux actifs liquides, sous la forme d'une capacité assurée d'emprunt, généralement auprès d'une banque. La capacité

²⁴⁹Ce qui est possible, par exemple, avec le découvert.

d'emprunt peut être contractuelle, sous la forme d'un découvert autorisé ; mais ce n'est pas nécessairement le cas. Si l'entreprise sait qu'elle peut obtenir des fonds quand elle en a besoin, il n'est pas nécessaire pour elle de conserver des actifs liquides en réserve » (HICKS, 1988, p. 85).

Le rôle stratégique des banques apparaît plus fondamentalement dans leurs opérations de hors-bilan. Dans des activités de service en faveur de la clientèle, ces institutions ont en effet la possibilité de s'engager à ouvrir des crédits dont la réalisation complète est reportée dans le futur, constituant de ce fait un actif éventuel pour la banque (DE MOURGUES, 1990) et, par conséquent, un passif potentiel pour le cocontractant. Négociés antérieurement à la mobilisation effective du compte, les engagements d'ouverture de crédit se présentent comme une façon pour les banques de se soustraire aux chocs de politique monétaire et, assurant leur propre protection, les banques contribuent également à celle de leur clientèle (GLICK & PLAUT, 1980 ; DUCA & VAN HOUSE, 1990). Par les taux fixes qui les caractérisent le plus souvent, les engagements peuvent freiner la transmission de la politique monétaire sur l'activité réelle (CAMPBELL, 1978 ; MORGAN, 1994). Ainsi, grâce aux arrangements qu'ils font entre eux, prêteurs et emprunteurs partagent le risque d'un futur incertain (FRIET & HOWITT, 1980 ; CRAWFORD, 1987).

Les engagements de crédit ont par ailleurs un rôle incitatif qui repose sur leur tarification qui, calculée de manière à couvrir les risques éventuels associés à la relation de financement, incite naturellement les emprunteurs, qui tiennent compte de toutes les opportunités de financement existantes, à se situer dans les situations qu'ils jugent les meilleures (BOOT & THAKOR, 1988). Cet effet incitatif est d'autant plus probant que les engagements sont assortis de *covenants* financiers (MORGAN, 1994B ; PEEK & ROSENGREN, 1995 ; HIMMELBERG & MORGAN, 1995) et de sanctions en cas de non respect de ces clauses. C'est une des raisons pour lesquelles l'engagement de crédit est supérieur au contrat de prêt traditionnel, permettant aux banques de sanctionner à tout moment la gestion de la firme et incitant cette dernière à investir dans des projets rentables (MORGAN, 1994 ; HIRIGOYEN & JOBARD, 1992).

Dans un environnement marqué par les asymétries d'information et l'incertitude sur la disponibilité future des moyens nécessaires à la dépense, les agents non financiers sont conduits à emprunter, dans les périodes qui leur sont favorables et avant la survenance effective des besoins. Ils sont conduits à le faire sous une forme qui ne les engage ni à rembourser des sommes spécifiques, ni à recourir à de nouvelles formes de financement (CAMPBELL, 1978 ; LEWIS, 1989). Pour cette raison, les services de financement potentiel ainsi offerts par la banque prennent la forme, pour les firmes qui les sollicitent, d'une option d'emprunt, *i.e.* possibilité – le droit – pour les dirigeants d'entreprise de mobiliser les lignes de crédit confirmé mais non l'obligation de le faire à tout prix. L'option de mobiliser ou non des lignes de crédit non tirées est, pour tout agent économique, un gage de souplesse financière, lui permettant notamment de faire face aux besoins non anticipés. La firme est par conséquent susceptible d'accepter le coût additionnel - prédéterminé - de ces services bancaires comme le prix d'un « privilège d'emprunt futur » (MYERS, 1977 ; BOOT, THAKOR & UDELL, 1987). C'est là une assurance de liquidité (HOLMSTRÖM & TIROLE, 1997) qui, si elle signale sa qualité dans l'accès à de nouveaux fonds externes (KANATAS, 1987), lui donne surtout le pouvoir de dire « oui » tout de suite (HIMMELBERG & MORGAN, 1995).

En définitive, pour la banque, comme pour sa clientèle, les engagements d'ouvertures de crédits non tirés puisent une grande partie de leur attrait dans la possibilité qu'ils offrent d'exploiter des opportunités futures. Prenant la forme de « financement externe garanti », ces liquidités potentielles donnent à la firme les moyens de faire face, si elle le désire, à toutes les dépenses imprévues (MYERS & MAJLUF, 1984 ; BERNANKE & GERTLER, 1989). Dans un environnement marqué par les asymétries d'information et l'incertitude sur la disponibilité future des liquidités, la banque apparaît donc comme un intermédiaire monétaire privilégié, un financier « faussement externe » suivant les termes employés par AGLIETTA (1993). Par le véritable « pouvoir d'emprunt non engagé » qu'elles peuvent offrir aux firmes, ces institutions jouent un rôle modérateur dans les fluctuations cycliques.

2.2.2. - *Le crédit bancaire comme « un pouvoir d'emprunt non engagé »*

Dans une configuration où il n'existe pas de mécanismes réducteurs des asymétries d'information, la dépense de la firme est commandée par ses fonds internes. Tout choc négatif sur cette valeur réduit par conséquent la dépense, directement par la baisse de la capacité d'autofinancement ou indirectement par le durcissement des conditions d'accès à de nouveaux fonds externes. Dans le cas cependant où l'accès à des liquidités potentielles a été préalablement négocié auprès de la banque, la firme peut, si elle désire réaliser une dépense, exercer l'option d'emprunt. L'efficacité microéconomique du crédit bancaire apparaît alors à travers le rôle modérateur qu'il peut jouer dans les fluctuations cycliques (A). Défendue sur le plan théorique, cette thèse trouve des équivalents dans les études empiriques (B).

A) L'efficacité microéconomique du crédit bancaire dans la réalisation de la dépense et l'amortissement des chocs

Nous l'avons vu, l'analyse de la sensibilité des dépenses de stockage, d'investissement ou d'emploi des firmes au *cash flow*, *proxy* favori de la mesure de la position financière et patrimoniale des firmes, a conduit de nombreux auteurs à conclure en l'existence de contraintes imposées par les banques sur leur clientèle. L'offre d'engagements d'ouvertures de crédit non tirées de la part des banques et leur traduction en terme de flexibilité financière pour la firme cliente nous conduit au contraire à considérer le rôle potentiellement positif du crédit bancaire dans la réalisation de la dépense. Accompagnant les firmes de l'économie, les banques disposeraient ainsi des moyens de freiner les fluctuations de l'activité. Ceci suppose cependant que l'emprunteur exerce effectivement son option d'emprunt.

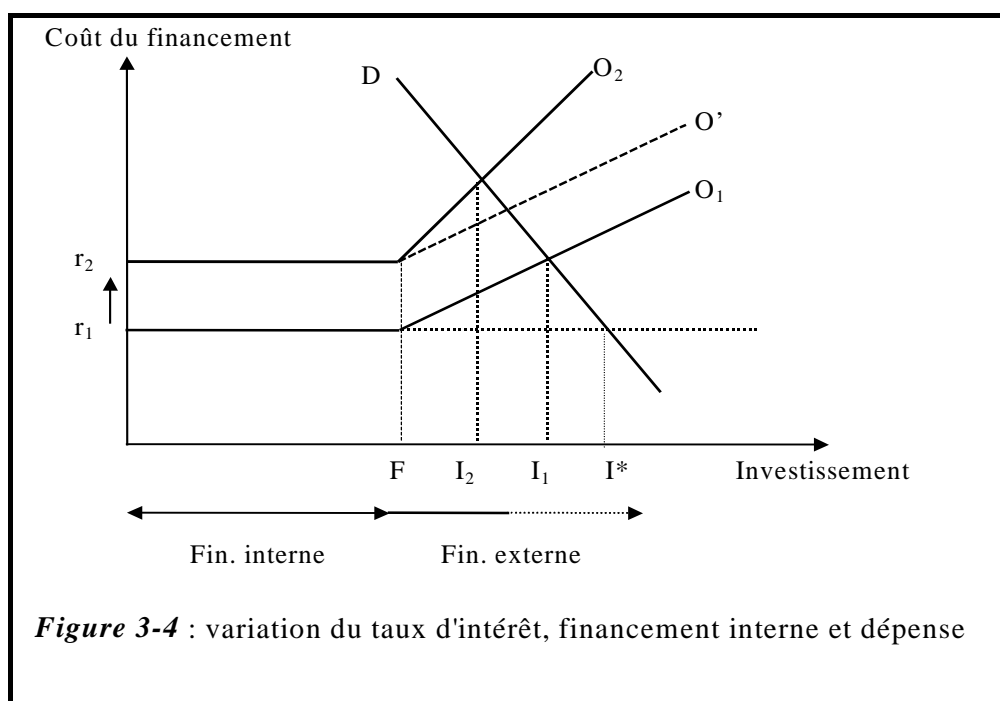
Lorsqu'une firme désire réaliser une dépense, elle peut envisager de compléter les fonds internes qu'elle accepte d'engager dans ce projet en recourant à de nouveaux financements externes. Dans un monde parfait, ces fonds seraient disponibles au taux du marché et l'investissement, conditionné

uniquement par cette dernière variable, correspondrait au « first best » I^* , comme on peut le voir sur la figure ci-dessous.²⁵⁰

Nous, l'avons vu (cf. chapitre deux, section 1), les asymétries d'information et les risques qu'elles représentent pour les prêteurs conduisent ces derniers à définir une prime de financement externe, en fonction de l'importance des ressources internes détenue par la firme candidate au nouvel emprunt.

L'imparfaite substituabilité entre ses fonds internes et ceux externes se traduirait pour la firme par un investissement sous-optimal, I_1 . Une détérioration de la richesse nette interne de la firme, après une hausse des taux d'intérêt par exemple, modifie la prime de financement externe en sens inverse. Amplifiée avec la baisse de valeur des collatéraux, la prime de financement externe intensifie la chute de la dépense de I_1 à I_2 (**Figure 3-4**).

Figure 3-4 : variation du taux d'intérêt, financement interne et dépense

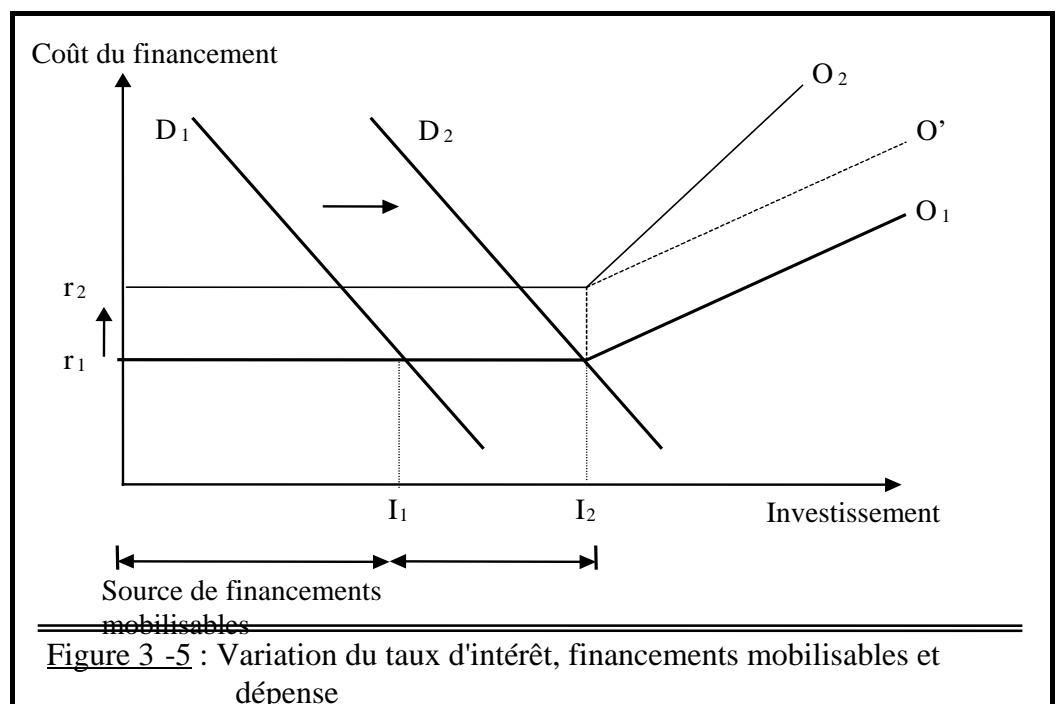


²⁵⁰ Cette représentation graphique a initialement été adoptée par OLINER & RUDEBUSH (1994) et reprise par GILCHRIST & ZAKRAJSEK (1995) et HUBBARD (1997).

La logique peut être différente toutefois pour la firme qui détient le privilège d'accéder à un emprunt préalablement négocié auprès des banques. Ces liquidités potentielles sont susceptibles en effet de couvrir temporairement les dépenses imprévues dans la gestion de l'activité. L'idée de « pouvoir d'emprunt non usité » suppose en effet que l'entreprise ne mobilise pas toutes les liquidités dont elle dispose dans la réalisation, en situation « normale », de sa dépense (I_1) et se réserve ainsi les marges de manœuvre lui permettant de répondre à l'imprévu (cf. **Figure 3-5** ci-dessous). Aussi, soumise à des perturbations exogènes dans la gestion de son activité, la firme peut être conduite à exercer son option d'emprunt, enveloppe de liquidités disponible auprès des banques, et réaliser ainsi la dépense imprévue dans la limite de la valeur totale de ses liquidités potentielles (I_2).

Avec l'accès à un « financement externe garanti », la dépense peut ne pas répondre directement et uniquement aux commandes de l'offre de crédit mais constituer également une réponse de la part de l'agent qui met en oeuvre son pouvoir de flexibilité financière. Ainsi, c'est la disponibilité des ressources liquides au sens large qui permet à la firme de dépenser. La liquidité est ici importante en ce qu'elle permet de parer, dans un contexte marqué par l'incertitude, aux dépenses imprévues et constitue par conséquent l'assurance de marges de manœuvre flexibles en matière de financement.

Figure 3-5 : Variation du taux d'intérêt, financements mobilisables et dépense



Largement défendue au niveau des développements théoriques, l'idée de l'existence d'une flexibilité financière prenant la forme de ligne de crédit non tirées trouve ses équivalents dans la littérature empirique.

B) Les traces de l'existence d'une flexibilité financière

MORGAN développe en 1992 une étude empirique des engagements de crédit dans laquelle il se donne pour objectif d'apprécier le pouvoir de ses liquidités potentielles dans la transmission de la politique monétaire. Les régressions qu'il propose s'appuient sur un modèle VAR qui intègre, dans l'ordre, la production, M1, et les prêts, alternativement sous forme de crédits traditionnels et sous forme d'engagements de crédit. Il s'agit d'analyser, sur la période allant de janvier 1975 à juin 1987, les comportements de ces derniers après des impulsions de taux d'intérêt. Les données que MORGAN (1992) mobilise sont tirées de séries mensuelles, issues de la *Federal Reserve Board of Governors (survey* sur les engagements de prêts), collectées auprès de 138 banques américaines et portant sur le volume des engagements non mobilisés, sur le volume total des engagements ainsi que sur celui des crédits traditionnels – accordés sans engagement.

Il ressort des régressions que, lorsque seul est considéré le volume total de prêts, les résultats sont conformes à ceux initialement mis en avant par BERNANKE & BLINDER (1992) : la monnaie diminue immédiatement après une politique monétaire restrictive, alors que les prêts et la production sont touchés avec un retard. Affinant l'analyse, MORGAN (1992) montre que, lorsque les prêts sont distingués en fonction de leur caractère « engagé » ou pas, la part non mobilisée diminue durement, devançant la monnaie, tandis que la part effectivement engagée augmente avec la production, ces deux grandeurs diminuant ensuite. L'auteur montre enfin que le déclin de la part non mobilisée des crédits précède l'accroissement des écarts de taux d'intérêt, ce qui le conduit à conclure qu'elle prédit fortement les mouvements dans les *spreads* de taux et, cela, d'une façon meilleure ne le fait l'ensemble des prêts.

BERNANKE & GERTLER (1995) tentent d'expliquer le pouvoir des lignes de crédit non tirées dans la réalisation de la dépense par les firmes en montrant que la demande de crédit semble contenir une composante

contracyclique qui résulte du désir des firmes de lisser l'impact des variations cycliques sur leur dépense. Ils supposent par conséquent que les firmes tendent à augmenter leurs emprunts tôt dans le cycle, avant l'apparition des difficultés associées au recours à de nouveaux fonds externes. Pour cette raison, l'agrégat de crédit peut continuer à augmenter alors que se durcissent les conditions d'accès à des fonds nouveaux. BERNANKE & GERTLER (1995, p. 121) le précisent, « La théorie prédit que les agents qui désirent de nouveaux financements ne peuvent l'obtenir après un choc macroéconomique et sont par conséquent contraints dans leur dépense. Elle ne requiert pas que les firmes et les particuliers diminuent littéralement leurs emprunts après une contraction monétaire ». L'augmentation de l'emprunt de court terme après des chocs de politique monétaire est un résultat courant de la littérature, validée notamment, outre les travaux de BERNANKE & BLINDER (1992), dans les études de GERTLER & GILCHRIST (1993, 1994) et dans celle de CARPENTER, FAZZARI & PETERSEN (1995). Dans leur étude, GERTLER & GILCHRIST (1994) montrent que la diminution de cette grandeur apparaît après un délai « inconfortablement long ».

A travers une étude du comportement des firmes à l'égard plus particulièrement des engagements de crédit, HIMMELBERG & MORGAN (1995) montrent que les firmes américaines pour lesquelles cette flexibilité est assurée, sont également celles qui manifestent le moins des problèmes de liquidités. Travaillant sur un échantillon de P.M.E., MORGAN (1994b) signale que les firmes qui disposent d'engagements de crédit et qui en respectent les clauses en terme de politique de dividende, de capital minimum, etc. ne montrent aucune trace de contraintes. Etudiant cette population, APILADO & MILLINGTON (1992) font apparaître que les engagements de crédits assortis de « covenants » facilitent les flux de financement vers les P.M.E. et incitent ces dernières à solliciter intensivement les financements offerts par la banque devenue, par conséquent, un partenaire privilégié dans la réalisation des dépenses.

Enfin, plus récemment se sont les études de KAPLAN & ZINGALES (1995, 1997) qui ont éclairé l'existence d'une trace de flexibilité financière offerte aux firmes par l'intermédiaire des lignes de crédit. Nous l'avons vu dans le chapitre précédent (section 2, 2.2.3.), remettant en cause l'interprétation faite par FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN (1988) de la sensibilité financière de la

dépense en terme de contrainte imposées par les offreurs de capitaux, KAPLAN & ZINGALES (1995, 1997) montrent que 85 % des firmes montrant une sensibilité financière de leur dépense disposent en réalité de lignes de crédit non épuisées et de stocks de liquidités. Il nous reste maintenant à comprendre les raisons pour lesquelles elles ne les mobilisent pas forcément, préférant diminuer leur poste de dépense, ce que nous tenterons de faire dans le chapitre suivant.

En définitive, lorsque le financement externe nouveau est onéreux relativement aux sources internes de financement à disposition des firmes, la dépense n'est pas forcément découragée si ces entités ont accès à des ressources préalablement négociées auprès des banques et s'ils acceptent de les mobiliser.

Les travaux qui s'intéressent aux relations de financement en asymétrie informationnelle ne se satisfont pas tous d'une analyse où il n'existe pas de facteurs susceptibles de mitiger les asymétries informationnelles à l'avantage des emprunteurs potentiels et les risques qu'elles prédisent pour ceux qui les financeront éventuellement. Pour un grand nombre d'auteurs, le défi est lancé d'étudier les moyens actifs qui permettent aux prêteurs de sécuriser leur offre de financement et les stratégies développées par les emprunteurs potentiels désirant délibérément accéder dans les meilleures conditions au marché des capitaux. Au centre de l'ensemble des moyens à disposition des prêteurs et emprunteurs, l'importance des sources internes de financement du candidat au financement apparaît déterminante.

D'une part, les offreurs de capitaux satisfont une contrepartie éventuelle uniquement si celle-ci s'engage financièrement dans le projet pour lequel une demande est formulée. La part de financement interne des candidats au financement conditionne ainsi directement la disponibilité, le coût et les autres termes de l'offre de financement externe. D'autre part, les agents de l'économie qui envisagent le financement externe de la dépense sont conduits à adopter les techniques qui signalent le mieux leur qualité aux prêteurs potentiels. Laissant envisager un accès plus souple au marché des capitaux, l'importance du financement interne des agents de l'économie contribue en cela à réduire l'imparfaite

substituabilité qui existe entre les sources internes de financement et le financement externe.

Il en ressort que, plus les sources internes de financement des emprunteurs potentiels sont importantes et plus le financement externe devient substituable au financement interne.

Par ailleurs, constamment exposés au risque d'être rationnés dans leur demande de financement, de rencontrer des offres de fonds onéreuses et, par suite, de laisser passer des opportunités d'investissement valables, les agents économiques procèdent à une organisation hiérarchique de ses moyens de financement. S'expliquant également par le désir des individus d'être autonomes dans le financement de leur dépense, la hiérarchisation de la structure financière traduit avant tout une préférence pour les sources internes de financement. L'imparfaite substituabilité défendue par la théorie du canal large du crédit entre le financement interne et les sources internes de financement devient, dans cette configuration, l'expression de la préférence pour les ressources financières disponibles au moment de la dépense. Si elles peuvent être d'origine strictement interne, découlant de l'activité des firmes, celles-ci peuvent également trouver leur disponibilité dans la banque. Jouant un rôle fondamental dans leur hors-bilan, ces dernières peuvent, en effet, offrir à travers des engagements d'ouverture de crédit non tirés, la disponibilité d'une monnaie potentielle, actif en éventuel devenir pour la banque et passif en éventuel devenir pour l'agent non financier qui l'a sollicité.

Première hypothèse fondamentale de la théorie du canal large du crédit, l'imparfaite substituabilité entre le financement interne et le financement externe s'apprécie également à travers la préférence des agents économiques pour les sources internes de financement.

Chapitre quatre

Les voies de rétroaction entre la préférence pour la liquidité et la décision de dépense des firmes

« Investment is the money the firm spend in order to make money », STULZ (2000), P. 206).

Traditionnellement, la compréhension des fluctuations de l'activité économique et, par conséquent, des mécanismes d'intégration monétaire passent par l'étude des déterminants de la dépense d'investissement durable. Quels qu'ils soient, les modèles progressivement apparus dans la littérature reconnaissent en général la relation fondamentale entre le comportement optimal d'un entrepreneur et l'égalité entre les coûts marginaux et les profits futurs anticipés pour la dépense. L'investissement est toujours entrepris dès lors que la dépense rapporte plus qu'elle ne coûte. La confrontation des différents modèles révèle cependant l'existence de tensions qui les divisent, au niveau notamment des déterminants de la dépense où il convient d'expliquer l'importance relative des variables de prix, de quantité et de chocs exogènes.²⁵¹

²⁵¹ CHIRINKO (1993, p. 1-2) le résume, « *While there have been many different approaches to understand investment spending, researchers have encountered repeatedly the following four issues : 1) consistency of the theoretical model, 2) characteristics of the technology, 3) treatment of expectations and 4) the impact on investment of prices, quantities and shocks [...]. While the first three have been addressed in a reasonably satisfactory manner, formal models have been less successful in empirical implementation and hence in providing insight into the determinant of investment spending* ». De la même façon, PINDYCK (1991, p. 1110) le relevait également, « *Despite its importance*

Constatant la multiplicité des travaux contemporains sur l'influence de ces derniers, l'ensemble des conférenciers réunis à la *Federal Reserve Bank of Boston* en 1998 le concluent, « les chocs sont loin d'être suffisants dans l'explication du cycle d'affaire ». Il s'agit dorénavant de comprendre « Derrière les chocs, qu'est-ce qui cause les cycles d'affaire ? ». Plus exactement, « Quel est le comportement économique qui se tient derrière ces chocs ? [...] Pourquoi la dépense d'investissement est-elle si volatile ? Et qu'est-ce qui fait que les firmes licencient soudainement à un moment un grand nombre de ses salariés ou se retrouvent même fermées à un autre moment ? » (MINEHAN, 1998, p. x).

Prolongeant la recherche des mécanismes susceptibles d'expliquer la sensibilité financière de la dépense des entreprises, ce chapitre confronte les critères de choix en matière d'investissement à la fois au degré imparfait de prédiction des aléas par la firme et à l'environnement de marchés imparfaits dans lequel cette entité évolue. Nous montrerons que la logique de dépense des entreprises répond fortement à leur désir de se soustraire à une crise de liquidité et, par conséquent, à une politique de structuration de l'actif qui garantisse dans le temps l'accès à la liquidité. Lorsque l'environnement est imparfait, l'accès à la liquidité devient un paramètre déterminant dans les critères de choix de dépense de la part de la firme qui désire rationnellement rester solide, rentable, solvable et, par conséquent, pérenne. La présence de la liquidité dans les déterminants de la dépense relève ainsi de l'initiative directe du dirigeant d'entreprise, motivé par une logique de protection contre les aléas auxquels la firme reste constamment exposée.

Avant de mettre en œuvre une dépense, le dirigeant d'entreprise doit tenir compte de l'évolution aléatoire de l'environnement dans lequel il se situe. Quotidiennement confronté à la variabilité du rendement des investissements, celui qui investit s'expose finalement au risque de flux de trésorerie négatifs et, en raison d'un fonctionnement imparfait de l'ensemble des marchés sur lesquels il est susceptible d'intervenir pour combler ses besoins de liquidité, à un risque

to economic growth and market structure, the investment of firms, industries and countries remains poorly understood »,

accru de crise de liquidité. Nous montrerons que les menaces qui en découlent pour les conditions futures de dépense l'obligent à traiter en priorité la question de l'anticipation et de la gestion de ce risque (*Section 1*).

Conduit à adopter une structuration stratégique de son actif, le dirigeant d'entreprise détient des « réserves » de liquidité qui jouent un rôle amortisseur de chocs qui, lui offrant le moyen d'affronter l'incertain et de pallier la défaillance des marchés, joue un rôle amortisseur de chocs externes. Désireuse de maintenir dans le temps ses possibilités de choix dans la gestion de l'activité, la firme forte de la détention d'options de dépense, peut renoncer, en situation d'incertitude accrue, à les utiliser dans des emplois qui les détruisent. Les fluctuations dans les postes de dépense apparaissent dans cette configuration comme le reflet du désir des firmes de préserver dans le temps ses marges de sécurité en matière d'accès à la liquidité. Présentant un rôle d'accélérateur de chocs, le besoin des firmes d'assurer leur accès à la liquidité introduit des grains de sables dans les rouages de la dépense qui permettent d'apporter un nouvel éclairage à la sensibilité financière de la dépense (*Section 2*).

Section 1 - Environnement incertain et crise de liquidité véhiculée par la réalisation de la dépense

Continuellement amené à prendre des décisions en termes d'investissement, d'emploi ou de production, l'entrepreneur doit identifier, avant de mettre en œuvre un projet de dépense, les divers avantages et inconvénients attachés à son acte. Lorsque son degré de prédiction des aléas n'est pas parfait, l'acte de dépense le confronte à l'incertitude sur les besoins futurs de liquidité. L'investissement prend ainsi un caractère risqué, confrontant la firme à la réalisation de choix irréversibles et, par suite, à la nécessité de satisfaire des besoins de liquidité (*I.I.*).

L'anticipation des besoins futurs de liquidité est d'autant nécessaire que la firme fait face à l'imperfection du marché des capitaux mais aussi à celle du marché des biens et services sur lesquels elle peut être tentée de liquider une partie des actifs qu'elle détient. Dans ce contexte où l'entrepreneur n'est absolument pas assuré de satisfaire rapidement et entièrement les besoins nets de

liquidité révélés par son cycle d'exploitation, l'évaluation des choix d'investissement devient extrêmement difficile et risquée, à l'origine d'une véritable crise de la décision pour la firme (I.2.).

Aussi, avant de mettre en œuvre une dépense, convient-il pour le dirigeant d'entreprise de prévoir la formation de ses besoins futurs de liquidité mais aussi les moyens de les satisfaire. Dès le moment où il lui est impossible de prévoir parfaitement l'avenir, il n'a pas d'autres choix que de tenter d'endogénéiser le plus possible le risque de liquidité encouru par les projets de dépense qu'il réalise dans ce contexte. Il s'agira plus particulièrement pour le dirigeant d'entreprise d'adopter les solutions qui, quel que soit le moment, lui permettent de satisfaire ses besoins de dépense et répondent ainsi à sa quête de flexibilité financière (I.3.).

1.1.- Environnement incertain, déficits de trésorerie et formation des besoins de liquidité²⁵²

La logique de toute entreprise industrielle ou commerciale est d'investir. Opération créatrice de richesse, la dépense d'investissement est destinée à secréter plus tard une liquidité plus importante soit au niveau de l'exploitation courante, soit du fait des liquidités dégagées par la cession d'actif.²⁵³ La pérennité de l'entreprise s'apprécie de cette façon par sa solidité financière, *i.e.* sa capacité à générer des bénéfices nets. Mais amorcé dans le présent, l'acte d'investir se

²⁵² Selon la conjoncture et les risques pris par la firme, le processus d'exploitation et d'investissement dégage soit un excédent, soit un déficit de trésorerie à l'origine d'un besoin de financement. Nous restons dans notre étude dans une logique de scénario catastrophe dans lequel il s'agit pour la firme de trouver les moyens de financement lui permettant de se redéployer et/ou se développer.

²⁵³ MASSET (1959) l'écrivait « *La définition la plus générale que l'on puisse proposer de l'acte d'investir est qu'il constitue l'échange d'une satisfaction immédiate et certaine à laquelle on renonce contre une espérance que l'on acquiert et dont le bien investi est le support* ».

prolonge dans le temps, introduisant une incertitude sur les résultats nets qui seront ultérieurement dégagés par la firme.²⁵⁴

Le plus souvent, lorsque la firme met en œuvre une dépense, les facteurs de production doivent être payés avant que les fruits de la production ne soient vendus, ce qui l'expose naturellement à des risques de flux de trésorerie négatifs.²⁵⁵ Le temps nécessaire à l'accomplissement du projet et l'incertitude sur les changements d'environnement introduisent des risques d'erreurs dans les prévisions qui peuvent finalement être fatals en termes de nouveaux fonds propres dégagés de l'activité (*1.1.1.*). Les effets de l'incertitude exogène sur le résultat net dégagé de la dépense et, par conséquent, le besoin net de liquidité susceptible d'être formulé par la firme laissent prévoir un risque d'irréversibilité pour celle-ci. L'impact du futur sur le présent sera cependant différent selon le moyen de financement initialement choisi par la firme pour réaliser la dépense. Celle-ci ne pourra donc pas être indifférente à la forme du financement retenu à l'origine pour satisfaire ses besoins de dépense (*1.1.2.*).

1.1.1. - La formation des besoins de liquidité dans le processus d'investissement et d'exploitation

Le besoin de liquidité peut naturellement accompagner le processus normal de fonctionnement du cycle d'exploitation de la firme ainsi que de mise en œuvre de projets d'investissement (*A*). Mais réaliser une dépense consiste surtout pour l'entrepreneur à prendre un pari sur un futur par définition incertain. Dans ce cas, les besoins de liquidité peuvent être le résultat d'erreurs de prévision,

²⁵⁴ HIRSCHLEIFER (1970) le notait, « *L'investissement est par essence un sacrifice présent pour un bénéfice futur. Mais le présent peut être relativement bien connu tandis que le futur est toujours une énigme. Ainsi, l'investissement représente en outre un sacrifice certain contre un bénéfice incertain* » (citation reprise dans FAVEREAU, 1982, p. I-1.).

²⁵⁵ Cf. *Annexe 1* pour un rappel des principaux résultats de la comptabilité d'entreprise.

obligeant la firme qui ne s'y est pas préparée à trouver de nouveaux moyens de financement (**B**).

A) Le besoin naturel de liquidité dans les processus d'investissement et d'exploitation

L'acte d'investissement permet à la firme de se constituer un actif immobilisé, *i.e.* d'acquérir un avoir fixe, qu'elle utilise sans détruire dans le processus d'exploitation. En engageant une telle dépense, la firme provoque une baisse de trésorerie et une modification de ses avoirs, sans changer pour autant le niveau de sa richesse initiale. S'étalant dans le temps, l'investissement implique des décalages au niveau de la trésorerie : il faut supporter des coûts avant de recevoir des recettes. Tant que les flux de trésorerie sont négatifs, la firme doit naturellement trouver les moyens de les financer.

La dépense d'investissement n'a d'intérêt que si, en contrepartie, l'entrepreneur dégage des flux de recettes supérieurs dans son cycle d'exploitation. Processus qui caractérise la vie industrielle et commerciale de toute entreprise, la dépense d'exploitation mérite pleinement d'être considéré dans l'étude de la dépense des firmes et des besoins de liquidité formulés à cette occasion. En effet, engagée quotidiennement par la firme, elle conduit aussi à des décalages de trésorerie qui affectent l'excédent de trésorerie d'exploitation.^{256,257} En cas d'évolution défavorable de la conjoncture, le cycle d'exploitation peut

²⁵⁶ La firme enregistre quotidiennement des décalages de trésorerie entre les achats de matières premières et les ventes de produits finis correspondants. Les délais de fabrication et de commercialisation des biens et services exercent également une influence sur l'excédent de trésorerie d'exploitation et donc, par suite, sur les flux de trésorerie dégagés par la firme. S'ils sont négatifs, ces flux la mettent face à un besoin de liquidité qui doit être financé.

²⁵⁷ L'excédent de trésorerie d'exploitation représente la différence entre les recettes d'exploitation et les dépenses d'exploitation. Il constitue donc le solde de trésorerie du cycle d'exploitation, traduisant les flux de liquidité secrétés par la firme durant la période.

faire naître un besoin de liquidité qu'il conviendra de satisfaire. D'autre part, les dépenses d'exploitation se combinent aux dépenses d'investissement pour déterminer les flux de trésorerie et, par suite, le solde net de trésorerie.²⁵⁸

Une évolution défavorable de la trésorerie nette est cruciale pour la firme dans la mesure où elle traduit son incapacité à faire face à ses engagements. Dans le cas d'une trésorerie nette négative, l'excédent de ressources stables dans l'entreprise – fond de roulement – ne permet pas de financer la totalité des besoins – besoin en fond de roulement –, et met la firme face à un besoin net de liquidité. Aussi est-il nécessaire pour la firme qui désire rester solvable de vérifier systématiquement la disponibilité de ses ressources financières à court terme.²⁵⁹

B) Confrontation de l'acte de dépense à l'incertitude sur le futur

Si les cycles d'exploitation et d'investissement se traduisent par des destructions certaines de richesse,²⁶⁰ elles ne garantissent absolument pas la firme d'une création ultérieure de valeur. La considération des « effets négatifs de l'incertitude » (BERNANKE, 1983) entre de cette façon dans la dépense d'investissement, faisant apparaître des enjeux importants en terme d'appauvrissement de l'entreprise. De la même façon, l'incertitude affecte le processus d'exploitation des firmes en portant ses effets sur l'excédent brut d'exploitation.²⁶¹ Les *business plan* élaborés avant la mise en œuvre de la dépense

²⁵⁸ Les flux de trésorerie sont définis en effet par la différence entre l'excédent de trésorerie d'exploitation et les dépenses d'investissement correspondantes.

²⁵⁹ En rapportant son actif circulant à moins d'un an à l'exigible de la même durée, la firme peut vérifier si ses dettes à moins d'un an sont remboursables par les emplois à moins d'un an.

²⁶⁰ Enregistrées par la consommation de matières premières et autres marchandises, charges du personnel, impôts, services externes type transport, etc.

²⁶¹ Élément qui mesure le résultat économique de la firme avant incidence de sa politique d'investissement et de sa politique financière, l'excédent brut d'exploitation permet d'apprécier la ressource fondamentale que l'entreprise tire

peuvent de cette façon se retrouver faussés par les changements d'environnement et les erreurs de prévisions des entrepreneurs.²⁶² Avant de s'engager dans une dépense, ces agents devront tenir compte du risque d'évolution défavorable de leurs plans ce qui les conduit à mesurer méticuleusement chacune de leurs actions et l'ensemble des risques inhérents à celles-ci.

Ce sont les économistes de l'école autrichienne qui, les premiers, ont introduit l'incertitude dans l'analyse des décisions de dépense prises par les agents économiques (SCHMIDT, 1996).^{263, 264} Quelle soit spécifique à la firme ou située

de son cycle normal d'exploitation, c'est-à-dire sa performance au niveau industriel. Les modifications qui l'affectent menacent finalement la rentabilité de l'entreprise.

²⁶² Conçu par l'entrepreneur et son équipe, le *business plan* est la formulation qualitative et quantitative du projet de dépense. Il expose la finalité de l'entreprise, ses choix industriels et commerciaux, la rentabilité financière attendue du projet, la politique générale de la firme en termes de R&D, d'emploi et, éventuellement, vis-à-vis de l'actionnariat. Le plan de développement apporte également des éléments de réponse sur les objectifs chiffrés de l'entreprise (volume de chiffre d'affaires, marge brute visée, etc.).

²⁶³ Offrant un ouvrage complet sur *L'incertitude dans la pensée économique*, SCHMIDT (1996) insiste notamment sur les apports de MENGER (1885) dans l'étude de la subjectivité des agents économiques. Dans l'approche de MENGER, les résultats des actions entreprises par les individus sont incertains pour deux raisons : 1) Il y a un décalage dans le temps entre le moment où le projet est mentalement adopté et le moment où les résultats de l'action choisie apparaissent et ; 2) la totalité du processus de mise en œuvre ne peut être complètement maîtrisée par les individus. SCHMIDT (1996) le précise toutefois, « *If the economists who belongs to the Austrian school were the first to introduce uncertainty in the core of their analysis of economic actions, their very specific approach never corresponded to the mainstream of economics* » (p. 4).

au niveau de l'économie globale, l'incertitude qui pèse sur les résultats des dépenses est variée et dépasse largement la seule influence des taux d'intérêt.²⁶⁵ En effet, elle touche les aspects financiers mais aussi la dimension technologique, marchande et non marchande de la dépense. Elle peut jouer en terme d'évolution de la demande, de changement dans les prix des produits proposés à la vente, de variation des coûts de production, du coût et du *timing* de l'investissement, etc..²⁶⁶ Le caractère incertain du résultat net de la firme s'explique aussi par la variation de variables comme les taux de change, les politiques fiscales ou encore d'autres politiques économiques comme, par exemple, les politiques de subvention ou les politiques de l'emploi.

Dans le cas de l'incertitude sur les prix, par exemple, la firme qui met en œuvre une production ne sait pas quelle sera l'évolution du prix de vente de ses *outputs*. Elle est conduite à réaliser ses plans sur la base du prix moyen qu'elle en attend. Dans cette configuration, le risque auquel elle s'expose en lançant son programme de dépense est celui de la baisse du prix de vente. Cette menace pèse notamment sur les firmes dont la production ne répond pas à des carnets de commande préalablement remplis, ce qui est le cas de la majorité des entreprises.

Au total, quel que soit l'élément sur lequel elle porte, l'incertitude qui entoure les choix de dépense transforme en défi la réussite d'un projet, menaçant

²⁶⁴ Ici, nous ne nous intéressons pas à l'effet direct de l'incertitude sur l'investissement mais cherchons plutôt à caractériser les risques qui, véhiculés par l'incertitude sur les événements futurs, influent sur l'activité et les résultats de la firme et la confrontent à des besoins de liquidité.

²⁶⁵ Le lecteur trouvera dans l'ouvrage de PYNDICK (1988) un exposé complet de la multiplicité des risques qui menacent les projets de dépense des firmes.

²⁶⁶ On le pressent à ce niveau, si elle est exogène, l'incertitude repose aussi sur les caractéristiques du projet de dépense dans la mesure où celles-ci agissent sur la demande adressée à la firme, l'amenant à se développer ou au contraire à se contracter.

directement et indirectement les flux de trésorerie et, par suite, le résultat net et les fonds propres que la firme dégage de l'activité. L'extrême diversité des risques qu'elle encourt place la firme face à un risque d'irréversibilité qui, s'il n'est pas géré, imprime pour longtemps la marque de l'incertitude sur les conditions de fonctionnement de la firme.

1.1.2. - Incertitude sur les résultats futurs de la dépense et risques d'irréversibilité

Caractérisant l'impossibilité d'un retour au point de départ par inversion de l'action, la notion d'irréversibilité appartient traditionnellement à des modèles qui considèrent l'incertitude autour de la dépense dans un cadre de perfection des marchés. DIXIT & PINDICK (1983) le relèvent à plusieurs reprises dans leur ouvrage, il n'y a "*no inherent distortion or market failure*" (p. 283) dans l'analyse traditionnellement faite des décisions irréversibles (**A**). Nous allons le justifier, les problèmes d'irréversibilité sont exacerbés dans un cadre de fonctionnement imparfait des marchés. Ils peuvent cependant être limités par l'entrepreneur qui, dans le choix initial du mode de financement à utiliser, privilégie le financement interne de ses projets de dépense (**B**).

A) Incertitude exogène, perfection des marchés et risque d'irréversibilité

En environnement incertain, mettre en œuvre une dépense, c'est attendre une valeur de ses actes qui dépend beaucoup de l'évolution du futur. En effet, dans la mesure où la firme dispose d'une connaissance imparfaite de son environnement et qu'il lui est impossible de contrôler l'évolution de celui-ci, le processus de dépense et les résultats nets qu'elle en attend subit directement les changements de l'environnement. « Dans ce cas, le décideur est sans influence sur son environnement, considéré comme un simple générateur exogène d'aléas » (RICHARD, 1993) ; l'incertitude est exogène à l'activité de la firme et à ses projets de dépense.

Lorsqu'elle n'a aucune prise sur les risques qui viennent de l'environnement, la firme peut être conduite à prendre des décisions qui la mènent à la catastrophe. Les actions de l'environnement sur le projet de dépense l'exposent en effet à des *risques d'irréversibilité*. Liés à l'incertitude sur les variables d'état, ces risques se manifestent, par exemple, par une variabilité des coûts et des recettes par rapport aux estimations initiales de la firme. Selon

FAVEREAU (1987), ce type d'irréversibilité est exogène et incertain dans la mesure où l'état de la nature a un effet sur la dépense qui ne dépend pas des décisions initialement prises par l'entrepreneur.

Dans un monde marqué par les imperfections du marché des capitaux, l'influence du futur sur le présent de la firme sera cependant différente selon le mode de financement initialement choisi par la firme pour mettre en œuvre sa dépense. Amené à réagir de façon à se soustraire au risque d'irréversibilité et, par conséquent, à la crise de liquidité, l'entrepreneur est conduit à privilégier le financement interne de sa dépense.

B) Imperfection des marchés et exposition différente des firmes au risque d'irréversibilité selon le mode initial de financement de la dépense

Qu'ils découlent d'un processus normal d'investissement et d'exploitation ou des erreurs de prévisions de l'entrepreneur à l'initiative de la dépense, les déficits de trésorerie doivent être financés. En général, la firme a le choix entre ses capitaux propres et des ressources d'emprunt pour satisfaire de tels besoins. Le risque pour elle est celui de ne pas pouvoir en disposer et donc, si elle ne s'est pas préparée à une évolution défavorable de ses plans, d'être dans l'incapacité d'honorer ses engagements. Le risque de liquidité alors encouru est d'autant plus grand qu'elle aura initialement financé sa dépense par recours à la dette.

D'une part, la firme qui dispose de capitaux d'emprunt s'engage en contrepartie à respecter des flux de remboursement et de rémunération qui, fixés contractuellement, sont indépendants de l'évolution de la conjoncture et du succès ou de l'échec de l'opération. L'engagement ferme envers les créanciers implique pour la firme de secréter des flux de trésorerie positifs provenant du cycle d'exploitation. Si le résultat d'exploitation ne permet pas de couvrir les charges financières - nettes des produits financiers – la firme enregistre un déficit de capitaux.²⁶⁷ Ainsi, elle peut se trouver dans la situation où elle dégage un résultat

²⁶⁷ Le résultat d'exploitation mesure, rappelons-le, performance industrielle et commerciale de l'entreprise indépendamment de la politique financière, fiscale, d'investissement et distribution.

d'exploitation positif qui, diminué des charges financières associées à l'usage de la dette, aboutit finalement à un besoin net de liquidité. D'autre part, l'entité qui s'endette pour réaliser la dépense s'expose en outre à l'incertitude sur les taux d'intérêt. Menaçant les rémunérations d'emprunt, un choc de taux d'intérêt va alourdir les charges financières, toucher la part du résultat net mise en réserve et fragiliser ainsi la solidité financière de la firme.

Au total, en cas d'échec du projet par rapport au prévisionnel de départ, l'endettement exacerbe la situation précaire de la firme en la positionnant dans un processus accéléré de perte de richesse. Au contraire, la richesse financière nette dégagée par la firme à l'issue du processus de dépense sera d'autant plus importante qu'elle ait initialement choisi d'autofinancer celle-ci. La différence de coût mise en avant entre le financement externe et celui interne donne à ce dernier une place de choix dans l'allégement des charges financières et dans la maximisation de la part du bénéfice qui sera conservée dans l'entreprise. La firme peut minimiser de cette façon le risque de liquidité. Nous retrouvons là l'un des principes fondamentaux de la finance d'entreprise selon laquelle toute firme devrait financer les déficits de trésorerie « uniquement par les capitaux qui courent le risque de l'entreprise ; à savoir les capitaux propres » (VERNIMMEN, 1998, p. 20).²⁶⁸ Cherchant à anticiper les conséquences de chacune de ses actions de dépense, l'entrepreneur est donc conduit à apprécier l'impact du moyen de financement de la dépense sur les résultats de celle-ci.

Lorsqu'elle manque de capitaux propres ou de ressources d'emprunt pour combler un déficit de trésorerie, la firme doit tenter de trouver de nouvelles ressources. En raison de l'imperfection de l'ensemble des marchés, elle peut échouer dans cette démarche, ce qui transforme le déficit de trésorerie en une véritable crise de liquidité pour la firme. Amenée à évaluer ses projets de dépense

²⁶⁸ À ce niveau, les politiques de dividende, de placement et la politique fiscale de la firme peuvent être orientées de façon à maximiser la part du capital mise en réserve. La firme désireuse de rester indépendante à l'égard des financiers extérieurs doit tenir compte, avant de réaliser une dépense, de l'impact de la baisse des capitaux mis en réserve sur ses possibilités de dépense ultérieures.

avant de les mettre en œuvre, elle n'aura pas d'autres choix que d'aborder de front la gestion anticipée de cette crise dans l'organisation de ses postes de dépense.

1.2. – Dysfonctionnement de l'ensemble des marchés et difficile satisfaction des besoins nets de liquidité

L'entrepreneur qui, au cours de son processus d'investissement et d'exploitation, désire financer un besoin net de liquidité n'est pas certain d'y arriver en raison de l'imperfection des marchés vers lesquels il est susceptible de se tourner (**1.2.1.**). Avant de mettre en œuvre un projet de dépense, il doit tenir compte de l'impossibilité éventuelle de satisfaire son besoin net de liquidité et, dans ce cas, des « effets irréversibilité » auxquels il se confronte dangereusement. Menaçant de modifier irrémédiablement l'environnement futur de la firme, la crise de liquidité mérite un traitement spécifique qui, intégré pleinement dans l'organisation des postes de dépense, limite en même temps la projection des difficultés de la firme dans les temps futurs (**1.2.2.**).

1.2.1. - Risque de défaillance des marchés dans la satisfaction des besoins nets de liquidité

L'entrepreneur peut tenter de satisfaire ses besoins nets de liquidité en tentant de recourir à un nouvel endettement sur le marché des capitaux. Pour cela, il doit non seulement s'assurer que l'accès au financement externe lui est ouvert mais il doit aussi considérer l'impact d'une dette supplémentaire sur ses résultats ultérieurs (**A**). Compte tenu du fonctionnement imparfait du marché des capitaux, la prise de décision en matière de dépense doit également tenir compte de la capacité de l'entrepreneur en manque temporaire de liquidités à « liquider » une partie de ses actifs immobilisés²⁶⁹ sur le marché des biens et services, procédant ainsi à une modification de ses avoirs en faveur d'une augmentation de sa trésorerie (**B**).

²⁶⁹ On se situe pour l'instant dans le cadre normal de fonctionnement de l'entreprise qui, dans ce cas, ne détient pas d'actifs financiers mais uniquement de la trésorerie ou d'autres actifs liquides, dans le sens de rapidement transformables en monnaie.

A) Risque de défaillance du marché des capitaux

Dans un monde où les marchés de capitaux sont parfaits, les déficits de trésorerie posent peu de problèmes aux firmes qui, quelles que soient leurs attentes, peuvent toujours les financer en faisant appel au marché des capitaux. La satisfaction des besoins nets de liquidité n'est en revanche pas garantie pour la firme qui opère dans un cadre de marchés imparfaits.

D'une part, la firme qui connaît une baisse de son résultat net n'est pas assurée de trouver les nouvelles ressources nécessaires à sa pérennité auprès des partenaires financiers externes. Dans ce cadre où l'information n'est ni parfaite, ni instantanée, ni gratuite, les problèmes d'asymétries d'information et d'agence sont en effet exacerbés. Le refus des prêteurs de s'engager auprès de la firme transforme le besoin de liquidité en véritable crise de liquidité.

D'autre part, si le marché des capitaux reste ouvert, la firme qui fait le choix d'un nouvel endettement augmente à la fois ses engagements au passif de son bilan et son *cash* à l'actif.²⁷⁰ Mais les nouvelles ressources financières ne sont pas accordées sans contrepartie. La firme signe là encore des engagements de remboursement et de rémunération qui sont fixés de façon contractuelle et indépendante de l'évolution future et qui impliquent de dégager des flux de trésorerie supérieurs dans le futur. Mais, dans un contexte incertain, à l'exigibilité certaine du passif correspond toujours des flux de trésorerie incertains. Si l'évolution de la conjoncture se montre défavorable, la firme reste dans l'obligation d'honorer ses engagements fermes, ce qui a une conséquence directe sur sa trésorerie. Montrant alors une plus grande vulnérabilité par rapport aux changements d'environnement, elle s'inscrit dans un cercle vicieux dans lequel, d'un cycle d'exploitation à l'autre, elle s'appauvrit davantage.

Aussi, avant de procéder à un nouvel endettement, les firmes doivent-elles respecter une contrainte de solvabilité selon laquelle leur « endettement [...] doit

²⁷⁰ Dans ce cas, la firme reste confrontée soit à un rationnement quantitatif de sa demande de financement, soit à un renchérissement du coût des nouveaux fonds externes.

être tel qu'elles puissent rembourser à la période suivante la partie des emprunts venus à échéance et payer les frais financiers avec leur profit » (NOROTTE, MORIN & VENET, 1987). La firme détend la contrainte de financement qui pèse sur elle et se donne les moyens d'investir en dégagant un résultat net positif. Mais *Ex ante* à l'enregistrement effectif des recettes dégagées par la dépense, rien ne lui garantit un tel schéma de réussite. Aussi, avant de se lancer dans un projet, l'entrepreneur doit prendre conscience qu'investir dans un monde qui se montre à la fois imparfaites et à évolution aléatoire, c'est prendre le risque de ne pas pouvoir satisfaire ses besoins nets de liquidité. Insatisfait par un nouvel endettement qui pousserait davantage l'entreprise dans le ravin en cas de difficultés, peut-il espérer satisfaire ses besoins de liquidité par d'autres moyens de financement ?

B) Echec des marchés secondaires et détresse financière

Lorsque l'entreprise trouve de nouvelles sources de financement, elle satisfait ses besoins de liquidité, *i.e.* son déficit de trésorerie, ce qui lui permet de faire face à ses échéances financières dans le cadre de son activité courante et d'assurer l'équilibre entre ses différentes recettes et ses dépenses. Si elle ne peut ou ne veut pas être satisfaite par le marché des capitaux, elle doit essayer de se procurer d'autres moyens de financement.

Exceptionnellement, la firme peut essayer de trouver des ressources financières en procédant à la vente de certaines de ses immobilisations.²⁷¹ Le produit de la vente constitue pour elle des ressources financières supplémentaires

²⁷¹ Nous ne nous intéressons pas ici à la possibilité pour la firme de recevoir des subventions de la part de l'état ou des collectivités publiques, aides qui ne dépendent pas directement d'elles. De plus, ces aides sous forme d'allégement fiscaux, de subventions, de prêts bonifiés, de cautions etc. interviennent le plus souvent *ex ante* à la réalisation des investissements. Ce sont soit des subventions générales d'équipement (comme les subventions liées à la création d'emplois ou les incitations fiscales à la dépense) soit des aides à l'investissement destinées à des entreprises particulières (qui se créent ou se développent dans des zones géographique, sectorielles précises).

qu'elle peut utiliser pour sauver, redéployer ou développer son activité. D'après VERNIMMEN (1998), cette « *stratégie financière* » permet notamment à l'entreprise de disposer des fonds nécessaires pour financer son activité courante. CLAVERANNE & DARNE (1985) le précisent, la nécessité d'une cession d'actifs apparaît en général liée à la faiblesse de la capacité d'autofinancement de la firme. Mais là-encore, la firme qui envisage d'être ainsi satisfaite est amenée à compter avec l'imperfection des marchés secondaires.

Lorsque la firme réalise un investissement durable, elle renonce à des liquidités immédiates et se constitue en échange un actif immobilisé sans s'appauvrir pour autant. Elle procède simplement à la transformation de ses avoirs et la diminution de sa trésorerie ou l'augmentation de son passif qui en découle est équilibrée par l'insertion dans le bilan de l'actif acquis. La firme s'expose en revanche à la variation de la valeur de l'actif, *i.e.* à l'usure et à l'obsolescence mais surtout à la variation de la valeur de marché de l'actif. C'est au moment où la firme concrétise la cession d'actif que la variation de la valeur de l'actif influe sur ses résultats. Une perte de valeur se traduit par une moins-value de cession qui diminue les ressources d'exploitation et lèse davantage le résultat net d'exploitation. La différence négative entre la valeur de l'investissement et celle du désinvestissement peut elle aussi être à l'origine d'une crise de liquidité, accélérant davantage le processus d'appauvrissement de la firme.

Dans un monde incertain et imparfait, le problème de liquidité lié à une cession à perte d'actifs relève notamment de trois logiques. D'une part, la firme s'expose au risque de dépréciation de ses immobilisations en engageant des dépenses qui lui sont spécifiques ou qui sont spécifiques à son industrie. En raison de leur spécificité, de tels actifs trouvent peu ou pas de marchés secondaires.²⁷² D'autre part, le cadre des réglementations et arrangements institutionnels dans lequel l'activité de la firme s'inscrit peut également introduire des « frottements »

²⁷² C'est le cas, par exemple, lorsqu'elle s'engage dans des dépenses de marketing, de publicité, des achats d'actifs spécifiques à usage exclusif, etc. Le lecteur trouvera dans l'ouvrage de PYNDICK (1988) la synthèse des travaux réalisés sur ce sujet.

dans l'échange des actifs détenus par la firme. Les mesures de contrôle du capital par exemple sont susceptibles d'entacher les échanges à l'international. De la même façon, les investissements/désinvestissements en facteur travail ne peuvent être pris indifféremment des mesures réglementaires qui les conditionnent en matière d'embauche, de formation ou de licenciement.

Enfin, la firme peut simplement rencontrer des difficultés dans la cession d'actifs dans la mesure où elle dispose d'un avantage informationnel qui, paradoxalement, lui est défavorable sur le marché secondaire. En raison notamment du risque de sélection adverse qui est véhiculé dans la situation d'asymétrie informationnelle, le problème de l'évaluation de la qualité des actifs présentés à l'échange conduit à la formation de prix qui sont des prix moyens du marché. Le vendeur d'actifs peut alors se trouver dans une situation où il est confronté à un prix de vente inférieur à la valeur de son bien, cela même si celui-ci est neuf. Là encore, la difficulté rencontrée par la firme pour vendre ses actifs à un prix identique à sa valeur intrinsèque aggrave plutôt que résout la crise de liquidité. Cette situation que lui impose son environnement transforme son avantage informationnel en véritable désavantage pour la bonne conduite de son activité. La firme est en effet entraînée dans une vente accélérée d'actifs pour lesquels il est difficile de recouvrer en peu de temps la vraie valeur, ce qui la met dans une position de « détresse financière » (MISHKIN, 1978, 1992, 1997).

En définitive, la décision d'investir s'inscrit dans un environnement que la firme ne maîtrise pas et qui menace quotidiennement son résultat net et, par suite, les capitaux propres qu'elle dégager de son activité. Le risque de liquidité auquel la firme s'expose en réalisant une dépense est d'autant plus grave que les échecs de marché posent le problème essentiel du partage de ce risque. La non-satisfaction des besoins de liquidité est une menace certaine pour la poursuite de l'activité, ce dont la firme doit tenir compte avant de lancer ses projets de dépense. VERNIMMEN (1998) le montre, des affaires rentables, solides et en fort développement peuvent être victimes de leurs succès, amenées à déposer le bilan parce qu'elles ne peuvent plus honorer des échéances ou faire face à un besoin de trésorerie soudain et imprévu. Dans ce paysage, le risque encouru par la firme n'est plus exclusivement exogène et les comportements de dépense adoptés par

celle-ci laissant entrevoir le risque de modification irrémédiable de l'environnement futur.

1.2.2. - Incertitude endogène, « effets d'irréversibilité » et crise de la décision de dépense

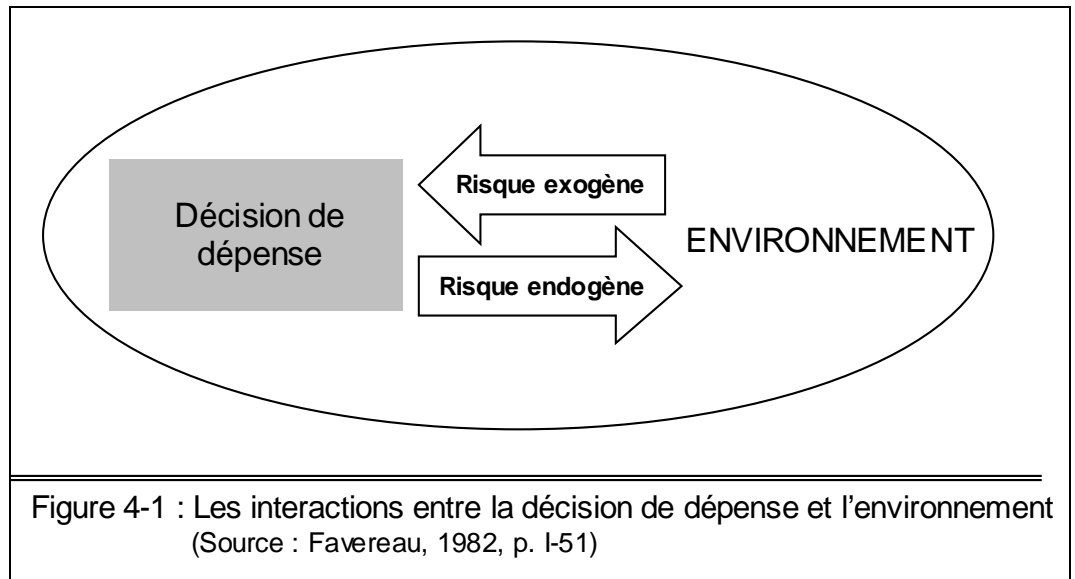
Si, dans un contexte marqué par l'imperfection des marchés, l'entrepreneur rencontre des difficultés à satisfaire rapidement ses besoins de liquidité, l'acte d'investir met finalement en jeu la détermination des capitaux propres dégagés de l'activité. Dans une telle configuration, la firme qui décide de réaliser une dépense prend le risque, si elle ne s'y est pas préparée, de rencontrer une véritable crise de liquidité. Mais tout indépendant qu'il soit, le futur de la firme n'en est pas moins conditionné par ses actes présents (**A**). Dans un cadre où l'ensemble des marchés se montre imparfait, l'entrepreneur désirant éviter les « effets irréversibilité » est conduit à adopter un traitement spécifique des risques qui, devenus endogènes, menacent les conditions de réalisation des dépenses dans les temps à venir (**B**).

A) Du risque exogène au risque endogène

Soumise à l'incertitude exogène, la dépense la génère également. FAVEREAU (1982, p. I-51) l'écrit, « Le risque est habituellement perçu comme se concrétisant dans une sanction [...] par l'environnement, des hypothèses et des choix, à partir desquels a été décidé un projet. C'est oublier que l'investissement, une fois réalisé, appartient à l'environnement ».

Ainsi, la baisse du résultat net qui résulte d'une évolution défavorable de la conjoncture contribue à modifier l'environnement futur de la firme en détériorant, par exemple, ses conditions ultérieures d'autofinancement et/ou d'accès aux marchés des capitaux. Liant de cette façon la décision de dépense et l'environnement futur de la firme, l'incertitude endogène détermine par suite les probabilités de réussite ou d'échec de la firme mais aussi ses possibilités de choix ultérieurs. Aux risques liés à des événements extérieurs au projet s'ajoutent par conséquent les risques liés à des événements suscités par le projet de dépense (**Figure 4.1.**).

Figure 4-1 : Les interactions entre la décision de dépense et l'environnement



(Source : Favereau, 1982, p1-151)

Sous forme d'une action exogène du futur sur le présent de la firme, l'incertitude se manifeste aussi à travers l'action du projet sur son environnement futur, laissant apparaître des « effets irréversibilité » dans le fonctionnement de la firme. En entraînant une modification irrémédiable de l'environnement, l'acte d'investissement est à lui seul un risque qui incite les entrepreneurs à agir par défaut plutôt que par excès dans la mise en œuvre de leurs projets.

B) Étalement dans le temps des résultats de la dépense

Outre les irréversibilités exogènes qui dépendent des changements d'environnement, la firme fait face aussi à des irréversibilités endogènes qui, liées à l'utilisation d'une variable de contrôle spécifique et irremplaçable, sont fonctions des comportements qu'elle adopte en matière de dépense. FAVEREAU (1982) le démontre, dans le premier cas, la firme court un risque qui, attaché à un avenir imprévisible par définition, n'est pas certain. Au contraire, dans le second cas où elles portent sur la variable d'action de l'entrepreneur, les irréversibilités sont certaines si les choix initialement faits par les firmes s'avèrent mauvais. Dans ce cas où l'entrepreneur se trouve incapable d'évaluer les risques auxquels il peut être confronté, certains de ses faits risques d'altérer la valeur du patrimoine de l'entreprise. L'imperfection des marchés entretient par suite la projection de ses difficultés dans les périodes futures.

Lié aux actes de l'entrepreneur et dépendant de lui, l'*effet d'irréversibilité* prend forme pour les firmes lorsque la décision d'investissement actuelle affecte la rentabilité des projets ultérieurement réalisés (FAVEREAU, 1982, 1987 ; FREIXAS, 1987).²⁷³ Notion issue des travaux séminaux de ARROW & FISHER (1974) et de HENRY (1974), l'effet irréversibilité reste toujours une réalité pour la firme, qu'elle soit face à un avenir certain ou incertain. Elle doit par conséquent sérieusement en tenir compte dans la mesure où, en outre, il « réduit de façon significative et pour longtemps l'éventail des choix qui auraient été possibles dans le futur » (HENRY, 1974, p. 1006)²⁷⁴.

FAVEREAU (1987) le souligne, dans un environnement incertain, cette irréversibilité est *certaine* pour les acquisitions de biens durables pour lesquels il n'existe pas de marchés de l'occasion, traduit l'incapacité des firmes à recouvrer des liquidités en cédant une partie de leurs actifs immobilisés. Elle est aussi périodique dans la mesure où le problème de la spécificité des actifs se pose à chaque augmentation de capital. L'irréversibilité liée aux caractéristiques du projet de dépense est aussi *certaine* lorsque la décision à prendre concerne la destruction d'un actif irremplaçable. Un tel actif est défini par FREIXAS (1986) comme étant des biens ne pouvant être rapidement reproduits et n'ayant pas de substituts proches permettant de satisfaire au même type de besoin, donnant au projet de dépense un caractère unique.

« Qu'implique alors l'effet irréversibilité ? Que plus une modalité du choix considéré est irréversible, plus il lui faut imputer, en sus de tous les coûts qui lui imputent les méthodes habituelles de calcul économique, un coût d'option élevé. Celui-ci traduit la perte résultant de la plus grande irréversibilité de la modalité

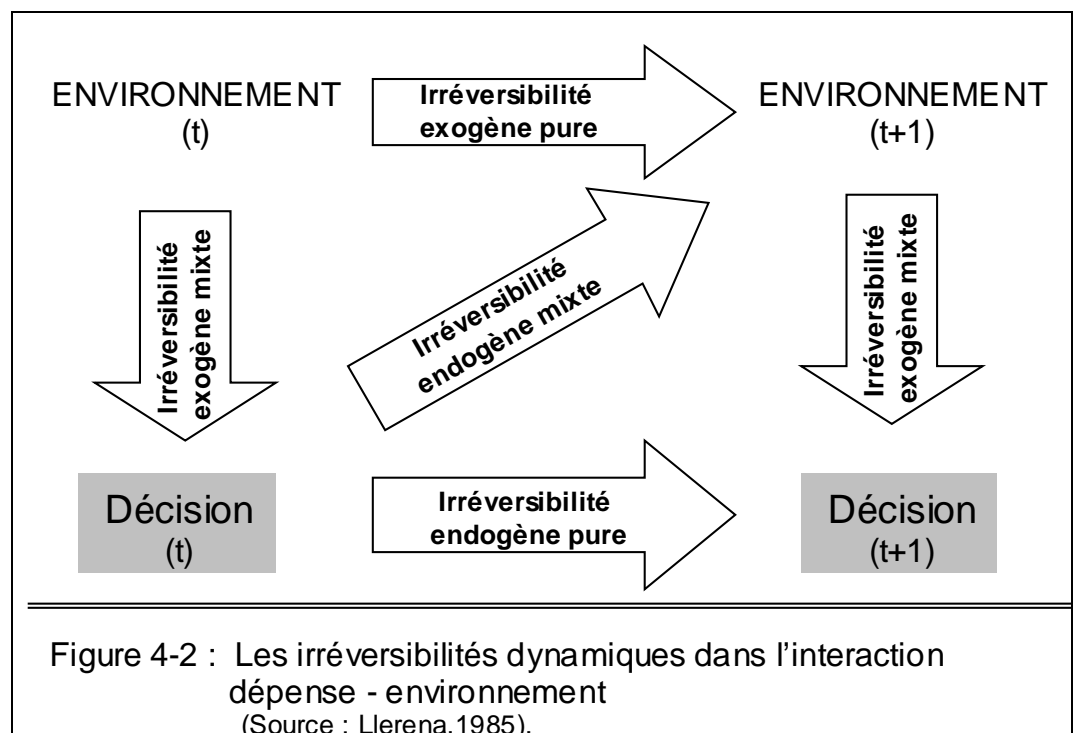
²⁷³ FAVEREAU (1982, p. I-54) le relève, « *l'application du projet d'investissement transforme l'environnement et, par l'intermédiaire de cette transformation de l'environnement, agit sur ses propres perspectives de coût et de revenu* ».

²⁷⁴ Cité dans COHENDET & LLERENA (1989, p. 7).

choisie en matière de liberté d'action future » (HENRY, 1974).²⁷⁵ FAVEREAU (1982, p. I-49) le précise, « L'incertain ajoute aux décisions irréversibles un coût spécifique qui n'aurait aucun sens en avenir certain, parce qu'il prend en compte non seulement la possibilité de l'erreur mais aussi l'impossibilité de la corriger ». PYNDICK (1991) le démontre, la modélisation standard de la dépense est ainsi remise en cause dans la détermination de la fonction de coût et dans le caractère systématique de la réalisation de la dépense.

Au total, les interactions entre la décision de dépense des firmes et leur l'environnement laissent prévoir divers problèmes d'irréversibilité que retrace la **Figure 4.2** ci-dessous proposée par LLERENA (1985) :

Figure 4-2 : Les irréversibilités dynamiques dans l'interaction dépense environnement



(Source : Llerena, 1985).

- Les uns traduisent l'effet incertain et incontrôlable de l'environnement sur le processus de dépense - *irréversibilité exogène*, affectant la décision prise par

²⁷⁵ Repris dans FAVEREAU (1989), chez Cohendet & Llerena.

la firme - *irréversibilité exogène mixte*, et modifiant son environnement futur - *irréversibilité exogène pure*.

- Les autres se rapportent à l'influence de la décision de dépense sur les états futurs - *irréversibilité endogène*, traduisant les restrictions faites de manière directe par la firme sur ses choix ultérieurs - *irréversibilité endogène pure* – ou par le biais du changement d'environnement - *irréversibilité endogène mixte*.

Quelle que soit la nature de l'incertitude, les enjeux de la réalisation de la dépense sont tels en terme de perte de richesse pour la firme que, avant de lancer son programme de dépense, celle-ci va tenter d'endogénéiser le plus possible les risques qui la menacent en organisant stratégiquement ses postes de dépenses. Dans ce cadre où l'anticipation de la crise de liquidité et des moyens de la contrer deviennent le centre des préoccupations quotidiennes de la firme, il s'agit notamment pour celle-ci d'adopter les solutions qui, quel que soit le moment, lui permettent d'améliorer la prise de décision effective.

1.3. – La quête de flexibilité au cœur des stratégies développées par les firmes pour contrer l'irréversibilité

Dés le moment où il lui est impossible de prévoir parfaitement l'avenir et le risque de liquidité encouru par ses projets de dépense, un entrepreneur est conduit à adopter un traitement spécifique des risques qui menacent son activité. « La protection contre le risque commence par renoncer à l'idée d'une protection automatique et générale contre le risque [...]. Elle conduit à traiter séparément chacun des risques qui menacent le projet au niveau même où il le menace » (FAVEREAU, 1982, p. I-58, souligné dans l'original). Désireux de limiter son exposition aux changements d'environnement et de minimiser les effets des erreurs de prévision qui en découlent, l'entrepreneur privilégie les solutions qui lui permettent de rester flexibles dans l'organisation de ses postes de dépense. Dans ce cadre, il doit « avoir le courage de regarder l'avenir en face, faire des hypothèses plausibles sur l'évolution future des états du monde et comparer entre elles quelques-unes des stratégies que l'expérience ou l'intuition recommandent a

priori » (MASSET, 1964, p. 289)²⁷⁶. Se voulant les plus ouvertes possibles, les solutions flexibles permettent à l'entrepreneur d'éviter aussi bien l'irréversibilité exogène qui dépend des changements d'environnement (1.3.1.) que l'irréversibilité endogène liée à l'influence de ses actes sur l'état futur du monde (1.3.2.).

1.3.1. - Gestion des risques exogènes et quête de flexibilité organisationnelle

Dans leur ouvrage sur la question de la flexibilité, COHENDET & LLERENA (1989) écrivent : « Le problème de la flexibilité se pose, par ailleurs de manière différente selon que l'on considère un environnement dont le caractère incertain est défini en terme de risque [...] ou bien en terme d'incertitude (qui suppose un processus d'apprentissage de l'information de la part de l'unité de décision de la firme). On montrera que ce premier cas relève d'une flexibilité que l'on peut qualifier de 'statique'[...]. Dans ce contexte, l'un des problèmes majeurs de la firme est de se constituer un **portefeuille optimal de produits** (ou de processus) susceptible de lui assurer une flexibilité par rapport à un environnement maîtrisable. Quant au deuxième cas, il révèle la nécessité pour le décideur de se constituer un **portefeuille optimal d'options** lui permettant de préserver le maximum de réponses possibles vis-à-vis des modifications de l'environnement, et d'assurer une réaction dans les meilleurs délais par rapport à la vitesse d'évolution des paramètres de l'environnement. On parlera de flexibilité dynamique [...] ».

Dans le prolongement des travaux séminaux de STIGLER (1939) et HART (1942), ce sont les études de NELSON & MARSHAK (1962) qui proposent la première formalisation générale de la flexibilité comme réponse à l'incertitude. La recherche de flexibilité par l'entrepreneur doit lui permettre d'intégrer avant tout les risques attachés à l'environnement incertain et de repérer les meilleures réponses possibles dans ce contexte. Lorsque les risques sont liés à des événements extérieurs au projet de dépense, une solution consiste pour lui à acquérir en t des biens ayant une valeur *ex ante*, *i.e.* pouvant être éventuellement consommés dans le futur. La valeur d'option apparaît ici comme la somme qu'il

²⁷⁶ Citation reprise chez FAVEREAU (1982, p. I-29)

est prêt à payer aujourd'hui pour maintenir une option sur la consommation d'un bien dans le futur, sans pour cela être assuré qu'il y aura consommation effective dans le futur. En fonction de son degré d'aversion au risque, il engage cependant des sommes différentes dans l'achat de l'option.

Cet aménagement correspond à une *flexibilité-adaptation* (WOLFF, 1992) ou encore *flexibilité de réponse* (GAFFARD, 1988 ; AMENDOLA & GAFFARD, 1988) qui permet à l'entrepreneur de réduire l'irréversibilité exogène véhiculée par les aléas sur la décision de dépense. Mais la flexibilité de réponse est limitée dans la mesure où, selon GAFFARD (1988), une fois le système flexible installé, les problèmes d'irréversibilité disparaissent à l'intérieur mais non à l'extérieur.

1.3.2. - Recherche de solutions flexibles contre les irréversibilités endogènes

Les choix qui répondent à l'incertitude sur les résultats présents et futurs de la dépense visent à rendre les positions prises par les entrepreneurs les moins incertaines possibles et à tenter d'en limiter les risques. La volonté des firmes de s'organiser pour ne pas subir les dommages liés à l'irréversibilité s'accompagne également de leur désir de conserver un éventail de choix qui leur garantisse la réversibilité de leurs actions (KREPS, 1979 ; SUPPES, 1987). Désirant conserver la viabilité des conditions de dépense et d'échange, la situation idéale pour l'entrepreneur confronté à l'incertitude et à l'imperfection des marchés consiste alors à conserver, malgré son engagement dans certaines actions, des possibilités de réversibilité (FAVEREAU, 1982).

Donnant une première approche de ce type de flexibilité, COHENDET & LLERENA (1989, p. 7.) expliquent que « la flexibilité traduit pour un décideur de pouvoir de reconsidérer à tout moment ses choix de manière à maintenir l'optimal de sa décision ». Inscrit dans un processus de flexibilité-apprentissage (WOLFF, 1992) où il tente de limiter le caractère irréversible des décisions d'investissement, l'entrepreneur est rationnellement prudent, guidé par la préservation temporelle de ses possibilités de choix. Il élargit en effet la gamme des solutions possibles dans le futur en agissant sur l'environnement, à travers une recherche de *flexibilité d'initiative* (GAFFARD, 1988 ; AMENDOLA & GAFFARD, 1988) « dont l'enjeu est un élargissement progressif de la gamme des solutions et des problèmes productifs, en vue de créer une capacité productive »

(GAFFARD, 1988, p. 265). Cette conception permet de dépasser le seul moment de la fabrication des produits pour considérer le cycle d'investissement et d'exploitation dans son ensemble.

La prise en compte du temps montre le caractère séquentiel de la décision de dépense et permet d'introduire une conception large de la flexibilité. La solution flexible recherchée par l'entrepreneur est relative à son désir de disposer d'une large possibilité de choix dans le futur et justifie en même temps sa tentative de produire de l'information sur le futur. D'après GAFFARD (1988, p. 369) en effet, « [Quand] une information sur les états de la nature n'existe pas dans le présent et quand une information utile est attendue dans le futur, alors il est intéressant de détenir des ressources économiques dans une forme flexible c'est-à-dire dans une forme qui permet de repousser la spécification de leur usage jusqu'à ce que de nouvelles informations soient disponibles ».

En définitive, la firme située dans un environnement incertain et imparfait doit aborder de front les événements dont dépend la réussite de son projet et en évaluer la vraisemblance. Après avoir anticipé les risques et les problèmes d'irréversibilité qui la menacent, elle est naturellement amenée à les gérer. Le seul moyen pour elle de penser rationnellement la dépense est d'y intégrer l'incertitude que celle-ci génère et de se donner les moyens de s'y adapter en limitant le plus possible les marges d'erreurs. Il s'agit d'adopter les meilleures réponses possibles compte tenu de l'environnement mais aussi de prendre toute la mesure des conséquences de ses réponses sur les possibilités de choix dans le futur. Susceptible d'être satisfaite par l'adoption des solutions les plus flexibles, la firme se lance dans une organisation active de ses postes de dépense qui participe en même temps au maintien de la flexibilité dans le temps. Procédant à une endogénéisation des risques, elle se donne les moyens de limiter les erreurs de prévision, de s'adapter aux changements d'environnement, de réussir ses projets et donc de limiter l'occurrence d'une crise de liquidité. Il s'agit pour elle d'éviter à tout prix les choix qui mènent à des voies étroites, contraignent le futur et éliminent à terme toute flexibilité. Plus que l'incertitude de la firme sur ses

préférences futures,²⁷⁷ ce qui est en cause dans le processus de choix de dépense c'est l'incertitude de la firme sur son accès futur à la liquidité. Aussi la firme favorise-t-elle pour cela une optique « liquidité » qui, tenant compte de ses problèmes de prévisibilité et de lisibilité de l'environnement, assure l'équilibre de son positionnement dans le temps.²⁷⁸ L'analyse des processus d'adaptation des firmes à un environnement qui évolue sans cesse permet de cette façon d'éclairer le poids original de la finance dans l'organisation de la dépense à travers le poids dominant de la détention de liquidité à l'actif des firmes.

Section 2.- La gestion anticipée de la liquidité, un paramètre décisionnel déterminant dans l'acte de dépense

« Les décisions économiques sont prises en regardant l'avenir. Les choses que l'on doit comparer sont des choses qui peuvent se produire dans le futur » (HICKS, 1988, p. 75).

Lorsqu'elle opère en environnement incertain et imparfait, la firme ne sait pas combien vaudra, en $t+1$, l'investissement qu'elle réalise en t . Confrontée à la réalisation de choix irréversibles, elle n'a pas d'autres choix que de se lancer activement dans une résolution anticipée de l'incertitude et du risque de crise de liquidité ainsi véhiculé. Dans ce cadre de connaissance imparfaite de l'avenir, elle élabore des règles d'actions spécifiques qui privilégient en général « les situations les moins incertaines » (TISDELL, 1963). La seule possibilité qui s'offre à elle est de compenser l'incertitude induite sur l'ensemble de l'activité par des caractéristiques de flexibilité du processus d'exploitation et de d'investissement. Il

²⁷⁷ KREPS (1979) le notait, « *Savers may desire flexibility simply because they are uncertain about their future preferences* ».

²⁷⁸ Concrètement, cet objectif est satisfait par la firme qui maintient un excédent des capitaux permanents sur ses actifs immobilisés, i.e. un fond de roulement positif. De la même façon, la firme est conduite à vérifier un besoin en fond de roulement négatif ce qui se traduit par une couverture de ses actifs d'exploitation par les ressources d'exploitation.

s'agit pour la firme d'adopter des critères rationnels en matière de choix de dépense, lui permettant de réagir et de s'adapter, au fur et à mesure des informations acquises dans le temps, à un environnement mouvant. Dans cette stratégie visant à la fois à affronter l'incertitude et à pallier la défaillance des marchés, la liquidité apparaît comme un paramètre décisionnel déterminant dans la conduite de la dépense.

Tout d'abord, la firme est amenée à adopter, à son actif, des stratégies qu'elle déploiera en cas de besoin. Elle vise de cette façon à rester financièrement solide, rentable, solvable et donc pérenne, *i.e.* à toujours avoir la possibilité de faire face à ses échéances, de s'adapter aux changements d'environnement et de continuer à se développer. La détention préférentielle d'actifs liquides répond à cet objectif de protection de la firme en permettant de lisser temporairement l'impact des chocs exogènes sur l'activité. (2.1.).

Plus largement, la prise de risque s'inscrit dans le temps, aussi convient-il pour la firme de savoir si le choix de dépense qu'elle réalise maintient ou non la flexibilité pour les temps à venir. Tenant compte de la structure croissante de l'information, des coûts d'ajustement pour corriger les écarts éventuels de prévision et du degré de dépendance intertemporelle des décisions, elle peut décider de reporter ses décisions d'investissement et de privilégier la gestion de ses stocks de liquidité (2.2.).

2.1.- La détention d'actifs liquides comme moyen d'amortir les chocs en environnement imparfait²⁷⁹

Le plus souvent, la firme est amenée à prendre ses décisions de dépense *ex ante* à la connaissance de la valeur de celle-ci. Elle a la possibilité d'intégrer l'incertitude et de s'adapter en optant pour une technologie de production flexible,

²⁷⁹ MODIGLIANI (1971) est un des premiers auteurs à se poser la question à savoir si les agents économiques auraient besoin de liquidité. Mais, dans son analyse, il lie la demande de monnaie directement à l'acte de dépense. Nous allons le voir dans notre étude, ce n'est pas tant un motif de transaction mais un motif de précaution qui pousse les firmes à demander de la liquidité.

moyen de limiter ses risques d'erreurs dans les prévisions. En ayant le choix de sa structure de production, elle met en œuvre en t le niveau de dépense qui participe en même temps à son désir de pouvoir corriger sa position en cas de changement d'environnement (2.1.1.)

Quel que soit le degré de prédictibilité de la firme sur aléas, il s'agit pour elle de s'assurer *ex ante* d'une structure de production adaptable *ex post* à toute situation. Dans ce contexte, elle peut tenter de maîtriser son environnement en poursuivant un objectif de flexibilité organisationnelle qui favorise la détention d'une réserve de « stocks-tampons » d'actifs. Pouvant rapidement être absorbés par le cycle d'exploitation et d'investissement, les actifs liquides auquel l'allocation du capital se destine lui donnent le pouvoir de répondre éventuellement à toute perturbation temporaire sur son activité tout en maintenant à court terme le niveau de celle-ci (2.1.2.).

2.1.1. - *Choix de la technologie de production, avantages et limites de la « flexibilité technologique »*

Lorsque la firme qui met en œuvre une dépense n'a pas un degré de prédiction parfait sur l'aléa, le risque pris est de constater, après la réalisation de l'aléa, un écart par rapport à la situation optimale et de supporter des coûts onéreux dans le retour d'ajustement par rapport à la position idéale. Confrontée *ex ante* à la réalisation de variables aléatoires, elle tente de gérer le risque en adoptant des méthodes stratégiques qui lui donnent les moyens de suivre l'évolution de son environnement et d'y répondre rapidement, le plus précisément possible et à moindre coût.²⁸⁰

²⁸⁰ Cette situation est caractéristique de celle où la firme doit déterminer son niveau de production *ex ante* à l'observation de la quantité demandée ou du prix de vente. L'incertitude peut encourager la firme à adopter une position passive de sous-production. En cas, par exemple, d'incertitude sur les quantités demandées, la firme peut être tentée de déterminer un niveau de production qui est inférieur à la demande, laissant ainsi des consommateurs insatisfaits. Mais si l'objectif de la firme est de pouvoir subsister, elle est logiquement amenée à

Plus exactement, la firme peut essayer d'avoir un certain degré de contrôle sur ses structures productives. Selon COHENDET & LLERENA (1989), l'évolution historique des processus de production vérifie l'adoption de technologies de production qui, sous formes d'apparition d'ateliers flexibles ou d'utilisation croissante de robots polyvalents, permettent aux firmes de répondre ou non aux modifications de l'environnement. Les firmes assurent dans ce cadre une « flexibilité technologique », c'est-à-dire la possibilité pour elles d'intégrer la flexibilité au sein même de leur structure de production.²⁸¹ En faisant le choix d'un appareil de production flexible, elle adopte *ex ante* une structure de production adaptable *ex post*. Dans ce cas, la flexibilité technologique correspond à une flexibilité organisationnelle, interne.

Cette analyse remonte aux travaux de STIGLER (1939) qui montrent que, lorsque l'entrepreneur a le choix entre plusieurs techniques de production, il choisira celle dont l'utilisation limitera la variation des coûts unitaires assortie à la variation du niveau de la production. La solution se trouve dans un capital à la fois divisible et adaptable. La technologie de production divisible répond à l'objectif de flexibilité de la firme en lui permettant, par des adjonctions ou réductions d'« unités élémentaires » de production, de s'ajuster de façon continue aux variations de la demande qui lui est adressée. La technique de production adaptable permet une variation de la production sans modification du coût moyen. STIGLER (1939) le conclut, un tel choix est valable pour toute firme qui, confrontée à des fluctuations importantes de la demande, veut se donner la capacité de répondre à celle-ci tout en limitant ses coûts de production futurs. Dans une étude où il étudie la manière dont les fluctuations d'*outputs* induites par la demande se distribuent entre les firmes, MILLS (1984) montre qu'à l'équilibre, ce

adopter une stratégie active de protection contre les aléas qui menacent son activité.

²⁸¹ Selon COHENDET & LLERENA (1989), la fonction de production qui répond à cet objectif est la méthode « putty-clay », dans laquelle les proportions relatives entre facteurs de production doivent être choisies au moment de l'investissement.

sont les firmes avec des niveaux de flexibilité différents qui se maintiennent sur le marché. SCHUMANN (1985) complète ce résultat en montrant que ce sont les plus petites entreprises qui sont les plus flexibles, absorbant une part disproportionnée des fluctuations d'outputs et rivalisant avec les plus grandes entreprises pour lesquelles l'activité est plus stable.

Dans la perspective d'accroissement de l'efficacité de la production par la variabilité des coûts de production,²⁸² la firme peut également opter pour une structure productive qui permet l'accroissement de la variété des produits fabriqués. Cette stratégie de recherche d'économie de gamme est valable notamment lorsque les produits que la firme propose à la vente partagent au moins un *input* en commun. Elle consiste à combiner deux ou plusieurs lignes de production de sorte à supporter un coût inférieur à celui défini par des processus de production indépendants. D'après GAFFARD (1988), fondée sur l'installation d'une nouvelle technologie dite flexible, cette stratégie traduit précisément l'agencement de la firme pour une flexibilité de réponse aux changements de son environnement. Il écrit « C'est une flexibilité de réponse d'une capacité productive (de machines, d'équipement) qui non seulement permet d'obtenir des produits (ou des caractéristiques) multiples mais aussi peut être réorientée, quant à la manière dont elle est utilisée, sans coût supplémentaire lié à des phénomènes d'irréversibilité » (p. 261).²⁸³

²⁸² L'accroissement de l'efficacité de production s'apprécie notamment à travers l'adoption par la firme d'un processus de production qui minimise les coûts d'ajustement et garantit par conséquent un revenu stable. Si elle propose à la vente des produits qui résultent de processus de production indépendant, la firme doit choisir le nombre et la nature des produits de sorte à avoir une composition optimale du portefeuille d'activité.

²⁸³ GAFFARD (1988) va plus loin dans son analyse, montrant que la flexibilité est plus qu'une nécessité technologique, elle est aussi une caractéristique organisationnelle, sociale, etc. nécessaire pour répondre à des changements plus ou moins rapides dans la structure de la demande

En introduisant la flexibilité technologique dans son fonctionnement, la firme emprunte aux systèmes d'organisation flexibles la possibilité de limiter les risques afférents à l'environnement incertain dans lequel elle exerce. GAFFARD (1988, p. 260) l'écrit, dans un tel cadre, les entrepreneurs favorisent le développement d'un « système manufacturier flexible », ²⁸⁴ porté par une logique selon laquelle ce qui importe « c'est moins la technologie flexible complètement constituée que le processus par lequel cette technologie se constitue. Cette technologie [...] devient un environnement capable d'imaginer et de réaliser des solutions pour de nouveaux problèmes productifs [...]. L'organisation importe plus que l'aire technologique de départ ».

En définitive, face à un futur non totalement maîtrisable, la firme confrontée *ex ante* à la mise en œuvre de son projet de dépense à la réalisation de variables aléatoires peut incorporer la flexibilité au sein même de sa technologie de production. Se donnant *ex ante* les moyens de réagir *ex post* à la révélation de l'information, elle s'assure une capacité d'adaptation aux changements de son environnement et notamment à la demande incertaine a priori. KULATILAKA & MARKS (1988) le résumant, « L'un des avantages les plus significatifs de la flexibilité est de fournir le processus de production qui est capable de se modifier lui-même face à l'incertitude ». Mais la flexibilité technologique présente l'inconvénient de ne pas véritablement atténuer les coûts d'ajustements face aux changements d'environnement. Aussi, outre les capacités excédentaires de production (capital, travail) dont elle se dote, la firme se donne également la possibilité de répondre à la variation de la demande en constituant des stocks d'actifs liquides. Cette fois-ci, la flexibilité interne est assurée par la destination même de la dépense, visant à contrer directement le risque de liquidité.

2.1.2. - La détention d'actifs liquides par les firmes, pré-caution pour pouvoir amortir tout choc exogène

Dans un environnement incertain et imparfait, l'objectif de la firme qui veut préserver son activité des perturbations externes est de pouvoir réagir rapidement à celles-ci. Sur un plan statique, la firme dotée d'une technologie

²⁸⁴ Suivant les termes utilisés par GAFFARD (1988).

productive donnée peut organiser son actif de manière à détenir des « stocks-tampons » d'actifs. Ceux-ci lui permettent de répondre à moindre coût aux changements d'environnement – modification de la demande ou des prix, sans avoir à modifier la production (**A**). Dans cette perspective, la firme opte notamment pour les actifs liquides qui tirent ainsi une grande partie de leur attrait des opportunités potentielles futures qu'ils permettent d'exploiter (**B**).

A) Les stocks, marges de manœuvre en cas de changement d'environnement

Bon nombre de travaux sur les fluctuations de la dépense ont pu mettre en avant le constat empirique d'une forte variation des stocks – de matières premières, de produits finis et semi-finis – dans les fluctuations de la dépense agrégée.²⁸⁵ Sur le plan théorique en revanche, l'étude des déterminants du comportement de stockage reste encore largement sous forme d'hypothèses.²⁸⁶

D'une part, MACCINI (1977) indique que les stocks de produits finis sont détenus car, diminuant les délais de livraisons, ils stimulent la demande adressée à la firme.²⁸⁷ BLINDER (1980) relativise cet argument en démontrant que, s'il est vérifié au niveau d'une firme, il peut en revanche difficilement s'appliquer à

²⁸⁵ On peut citer, par exemple, les travaux de BLINDER (1980), BLINDER & MACCINI (1991), BOND & MEGHIR (1994) ou encore de KASHYAP, LAMONT & STEIN (1994).

²⁸⁶ Dans les travaux séminaux sur le sujet, la détention de stocks est justifiée par le rôle joué par les stocks dans l'amélioration des schémas de production. Composés d'*inputs* ou d'*outputs*, les stocks entrent alors dans la fonction de production comme un facteur au même titre, par exemple, que le travail. D'une part, ils jouent sur la productivité du travail et stimulent la demande de travail. D'autre part, l'incitation à en détenir diminue avec l'augmentation de leur niveau, conformément à la loi des rendements décroissants. Principalement en raison des effets ambigus des stocks sur la production, l'explication séminale disparaît devant de nouvelles propositions (BLINDER, 1980).

²⁸⁷ Dans ce cas, ils n'entrent pas dans la fonction de production mais dans celle de demande.

l'économie tout entière. Dans un travail similaire, MILLS (1962) prouve que, variant de façon inverse aux ventes, les stocks des produits fabriqués par la firme prennent la forme de *buffer stocks* qui permettent d'absorber la hausse ou la baisse de la demande, sans que la fonction de production en soit directement affectée.²⁸⁸ D'après BLINDER (1980), dès le moment où ils peuvent être stockés, les produits finis permettent en outre d'éviter les effets *spillovers* développés par BARRO & GROSSMAN (1971, 1974).²⁸⁹ Si la production varie plus que les ventes,²⁹⁰ on est dans une période où les entreprises procèdent à des ajustements afin d'atteindre le niveau de stock qu'elle désire. ALLEN (1997) nous rappelle la logique : « Si une demande en hausse ou des chocs importants sur les ventes diminue les stocks en dessous d'un niveau moyen désiré (comparativement au niveau des ventes), alors une portion de la production sera utilisée pour augmenter les stocks ». ²⁹¹ Enfin, BLINDER (1980) montre que, comme les stocks d'*inputs*, la production stockée permet de profiter de mouvements inflationnistes.

Mais plus que les stocks de produits finis, ce sont les stocks d'*inputs* qui permettent véritablement aux firmes de s'adapter aux changements d'environnement. Apportant leur contribution sur le sujet, FISCHER (1977) et BLINDER (1980) prouvent que les stocks répondent à un objectif de spéculation

²⁸⁸ Cependant, plus il y a de stocks et moins la firme risque d'en manquer et plus la production sera ajustée à la baisse, conformément à la loi des rendements décroissants.

²⁸⁹ Les chocs sur la production entraînent des effets *spillovers* sur la demande de travail, modifiant ainsi les facteurs de production. Si elle ne stocke pas les produits qu'elle fabrique, la firme n'a pas d'autres choix que de répondre simultanément par une baisse de la production et du travail.

²⁹⁰ Ce qui est généralement constaté dans les études empiriques sur le sujet.

²⁹¹ De la même façon, la baisse de la demande qui s'avère durable oblige les firmes à revoir leur niveau désiré à la baisse d'où une baisse de production parallèle à celle des ventes.

sur les prix futurs, permettant à la firme d'économiser les coûts d'achat, en raison des coûts fixes d'*inputs* qu'elle supporte et de l'offre croissante de prix à laquelle elle est susceptible de faire face pour ses *inputs*.²⁹² En détenant des stocks, la firme peut alors lisser ses achats d'*inputs* relativement à leur usage.

Si elle s'attend, par exemple, à des prix futurs élevés relativement aux coûts de production, la firme peut acheter puis stocker des matières premières et autres marchandises nécessaires à son cycle d'exploitation. En cas de hausse effective des prix des matières premières, elle tire dans son stock sans procéder à de nouveaux achats ni répercuter immédiatement sur le prix de vente la hausse du coût d'un facteur de production. Cette stratégie apparaît notamment lorsque, situées dans un secteur fortement concurrentiel, les entreprises ne pourront pas reporter sur leur prix de vente une forte hausse du prix des matières premières utilisées. De la même façon, des blocages institutionnels des prix de ventes peuvent rendre impossible la répercussion de la hausse des coûts des facteurs de production sur le prix de vente. Seul le mécanisme d'anticipation permet à la firme de s'en sortir, l'amenant à stocker des facteurs de production au moment où ils sont les moins chers.

Dans tous les cas, le recours au stockage apparaît comme une stratégie de flexibilité pour la firme (BLINDER, 1980 ; COHENDET & LLERENA, 1989). En adoptant une telle gestion à l'actif de son bilan, celle-ci procède non pas à une destruction de richesse mais à une constitution d'actifs qui, sans doute temporaire, est bien réelle à un moment donné pour répondre à la survenance de frictions dans le processus de production. Les stocks donnent à la firme une marge de manœuvre qui lui permet, à court terme, d'absorber toute offre de produits finis excédentaire et de satisfaire toute demande additionnelle, sans que la structure de production ne se modifie. Ce n'est qu'en cas de persistance des perturbations que la firme est amenée à diminuer sa production et, éventuellement, ses investissements en

²⁹² Dans le cas où les produits fabriqués par la firme ne peuvent pas être stockés, les stocks de matières premières permettent en outre de stimuler la production et de diminuer les prix.

capital et en travail. Les stocks assurent ainsi rôle un lien fort entre la production d'une part, et les conditions de prix et de quantité du marché d'autre part.²⁹³

Ainsi, la détention de stocks donne à la firme « la flexibilité qui lui permet soit de satisfaire une demande anormalement haute en vendant plus qu'elle ne produit ou de traiter d'une demande anormalement faible en produisant plus qu'elle ne vend » (BLINDER, 1980). Mais une problématique demeure dans le comportement de stockage des firmes. Les entrepreneurs « doivent s'attendre à réaliser un profit grâce à cette détention : ils doivent s'attendre à vendre à un prix supérieur à celui auquel ils ont acheté. Cependant, ce ne peut être toute la réponse, car cela impliquerait que, dès que le prix actuel aurait atteint un niveau considéré comme normal [...], les stocks disparaîtraient, ce qui s'accorde difficilement avec ce que l'on observe » (HICKS, 1988, p. 52).

B) Les services de liquidité offerts par les « actifs de réserve »²⁹⁴

En faisant son choix d'actifs à détenir, la firme ignore les états de la nature susceptibles de se réaliser dans le futur. Incertaine quant aux flux de trésorerie susceptibles d'être dégagés par l'activité, elle est conduite à entreprendre les dépenses qui lui semblent les moins risquées en termes de résultats nets futurs. Désirant se soustraire au risque de liquidité qui trouve sa source ultime dans la variabilité *a priori* de la valeur des actifs, elle formule plus particulièrement une demande pour les actifs les plus liquides, *i.e.* les moins risqués. L'aménagement du portefeuille d'actifs lui permet de diversifier les risques encourus et de garantir un service de liquidité dont elle pourrait éventuellement se servir. HÖLMSTROM & TIROLE (1998) le relèvent « Les firmes neutres au risque sont désireuses de payer une prime sur tous les actifs qui les aident dans les moments de manque de

²⁹³ En cas de déséquilibre sur les stocks, la firme ajuste ses décisions de production et d'emploi mais de manière graduelle.

²⁹⁴ Suivant les termes utilisés par HICKS (1974, p. 46-47), selon lequel, « ce sont des actifs qui normalement ne sont pas utilisés, mais qui sont conservés parce qu'on peut en avoir besoin ».

liquidité ». ²⁹⁵ Dans ce cadre où « elle est un moyen de résolution temporelle de l'incertitude » (HUBERMAN, 1984), la liquidité est désirable.

(i) La liquidité des actifs comme « moyen de résolution de l'incertitude »

Comment définir la liquidité d'un actif ? A la suite de Keynes, de nombreux auteurs reconnaissent la liquidité comme l'aptitude d'un bien à être transformé en monnaie sans délai et sans perte de valeur. ²⁹⁶ Cette définition ne se résume pas à une détention de monnaie mais concerne tous les actifs facilement mobilisables pour la dépense, i.e. convertibles en monnaie à très brefs délais et à moindres coûts. Résumant nombre de travaux sur le sujet, LEWIS (1988) montre que, pour garantir un service de liquidité à son détenteur, un actif doit être :

Réalizable, ce qui se rapporte à la facilité avec laquelle la firme peut récupérer la vraie valeur de l'actif en le cédant sur le marché. Cette dimension prend toute sa valeur dans un monde de l'échange marqué par des frictions transactionnelles et informationnelles. Pour l'entrepreneur qui tient compte du délai nécessaire pour réaliser la cession d'actif, i.e. à sa « vendabilité », la monnaie représente l'actif le plus liquide, ne demandant aucun délai pour être réalisée à 100%. ²⁹⁷ Elle se confond avec l'axe des ordonnées sur la **Figure 4-3**.

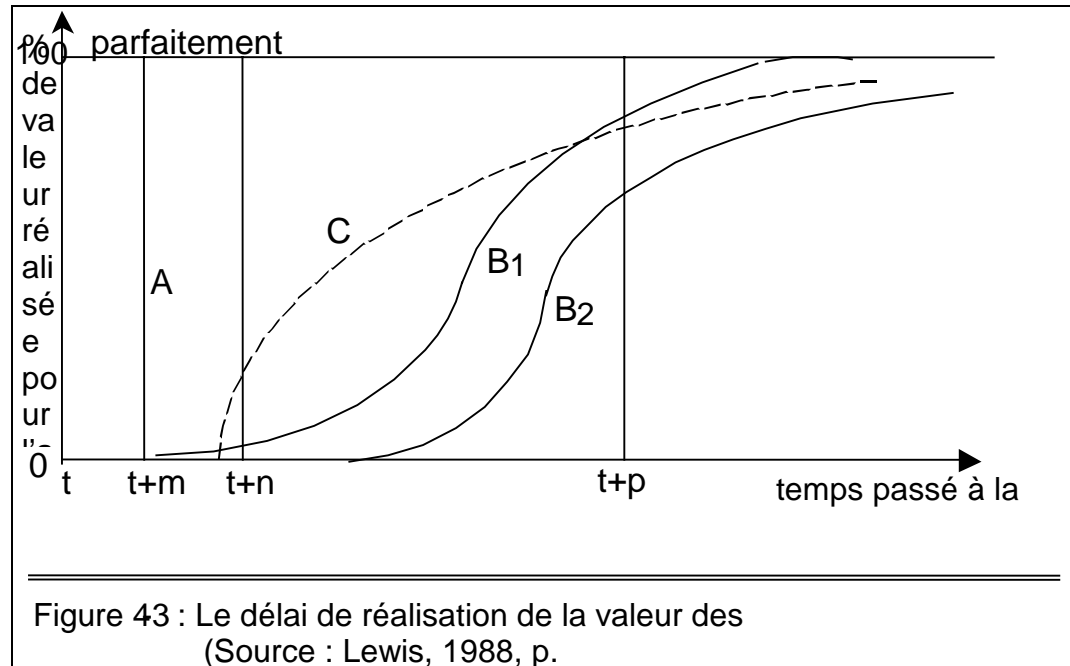
²⁹⁵ Ils le rajoutent, « *C'est une forme d'aversion au risque mais contrairement aux modèles fondés sur l'aversion au risque [...], les variations sur les rendements dans les états qui font des expériences de manque de liquidité ne sont pas dûes au prix* ».

²⁹⁶ Dans une étude où il propose une étude historique sur l'origine de l'utilisation du terme liquidité, GOUX (2000) montre que des auteurs s'y étaient intéressés bien avant KEYNES.

²⁹⁷ Selon LEWIS, le concept de « vendabilité » remonte à MENGER (1892). Cette dimension a été principalement développée par KEYNES (1930), FISHER (1930), NEUMAN (1935), MAKOWER & MARSCHAK (1938), MARSCHAK (1949), MCKEAN (1949), TEW (1950), J. ROBINSON (1952), ROBERTSON (1957), GURLEY (1960), SAYERS (1954), PIERCE (1966),

Au contraire, l'ensemble des autres actifs demande un délai plus ou moins long pour réaliser leur valeur. Ainsi, les actifs tels que les dépôts à terme, représentés par la ligne A sur la figure, sont plus rapidement réalisables que les actifs tangibles, repérés par les courbes B et C.²⁹⁸

Figure 4-3 : Le délai de réalisation de la valeur des actifs



(Source : Lewis, 1988, p. 15)

- **D'une durée de maturation courte.**²⁹⁹ En effet, en fonction du temps passé à réaliser la vente, un actif peut être tantôt plus tantôt moins liquide qu'un autre,

SCITOVSKY (1967), FRIEDMAN & SCHWARTZ (1970), LIPPMAN & MC CALL (1986) et HARTLEY (1988).

²⁹⁸ Puisque la perte de valeur décroît avec le délai de vente, il est favorable pour la firme d'avoir la possibilité de prendre du temps pour réaliser la vente.

²⁹⁹ Cf. FISHER (1930), NEUMAN (1935), MAKOWER & MARSCHAK (1938), MARSCHAK (1949), MCKEAN (1949), TEW (1950), J. ROBINSON (1952), ROBERTSON (1957), NEWLIN (1962), SAYERS (1954), PIERCE (1966), LIPPMAN & MC CALL (1986) et HARTLEY (1988).

comme le traduit le croisement entre les courbes B_1 et C sur la *Figure 4-3*. Selon Lewis (1988), pour apprécier la liquidité d'un actif, il est alors préférable de définir son pourcentage de réalisation dans un intervalle de temps bien défini. Dans cette logique, plus l'actif est de courte maturité ou arrive proche de sa date d'échéance et plus il porte en lui la garantie de sa valeur en capital.³⁰⁰ La dimension temporelle des projets de dépense demande aux firmes de tenir compte également du *timing* des rendements sur investissement et justifie leur préférence pour les actifs de court terme (*Short-termism*).

- **Réversible**,³⁰¹ ce qui demande que la valeur de cession de l'actif soit équivalente à sa valeur d'achat. Cette qualité est partagée par l'ensemble des actifs dont la définition de la valeur ne souffre pas de l'imperfection des marchés. La monnaie et les actifs monétaires répondent le mieux à ce principe.
- **Divisible** sous forme d'unités vendables, de « lots ». ³⁰² Là encore, la monnaie et les autres actifs financiers de court terme se rapprochent le plus de cette qualité à l'opposé, par exemple, des actifs durables qui le sont très peu.
- **Prévisible**.³⁰³ Il s'agit pour la firme de détenir des actifs pour lesquels elle peut anticiper la valeur future. Elle trouve cette sécurité en détenant, par exemple, des dépôts bancaires plutôt que des titres boursiers dont la valeur est totalement imprévisible. Le problème de l'incertitude relative aux prix futurs

³⁰⁰ Les actifs qui n'ont pas cette stabilité englobent les titres à long terme et à taux d'intérêt fixes, les actions et les autres actifs physiques durables.

³⁰¹ Cf. MARSCHAK (1949), SCITOVSKY (1967), FRIEDMAN & SCHWARTZ (1970), JONES & OSTROY (1984) et HARTLEY (1988).

³⁰² Cf. NEUMAN (1935) et ROBERTSON (1957).

³⁰³ Cf. KEYNES (1930), NEUMAN (1935), MAKOWER & MARSCHAK (1938), MCKEAN (1949), TEW (1950), ROBERTSON (1957), GURLEY (1960), HICKS (1962), SCITOVSKY (1967), FRIEDMAN & SCHWARTZ (1970), JONES & OSTROY (1984) et HARTLEY (1988).

demande en effet qu'elle détienne des actifs dont la valeur est garantie dans le temps.

En définitive, dans un environnement où le transfert d'information prend du temps, de l'argent et dissémine de l'information, la firme désireuse de limiter le risque de liquidité opte pour les actifs à court terme *négociables* et/ou *malléables*. D'une part, pouvant être transformés rapidement et à moindre perte en liquidité, les actifs négociables sont ceux pour lesquels les conditions de l'échange sur des marchés imparfaits restent les plus favorables. Réalisables et à courte durée de maturation, ils procurent à la firme un service de liquidité qui est assuré par le marché. La liquidité apparaît alors comme une « liquidité de marché » (HIRSCHLEIFER, 1972).³⁰⁴ HICKS (1988) le montre, lorsque le marché lui confère la flexibilité, la firme peut toujours revenir sur l'acquisition de tels actifs.

D'autre part, la firme qui désire se protéger des aléas est conduite à détenir des actifs malléables, valables pour la flexibilité qu'ils offrent dans un contexte incertain. Prolongeant les travaux de MARSCHARK (1949), LEWIS (1989, p. 5) le défend, les « Producers may hold stocks of, say, raw cotton, in preference to stocks of finished cotton goods because the raw cotton can be converted physically into a range of alternative end-products ». En fonction des informations acquises par la firme, les stocks peuvent être utilisés et transformés à des fins différentes dans le processus de production. Possédant une qualité de plasticité, ils offrent à la firme le service de liquidité qu'elle recherche. Ainsi, ne sachant pas quel sera le niveau de la demande future et amenée à se décider avant la réalisation de l'aléa, la firme qui décide de détenir des stocks peut, après la réalisation de l'aléa corriger l'écart constaté en modifiant ses postes de stockage. Les stocks offrent une assurance de flexibilité, rendant possible l'ajustement dès lors qu'il y a déviation par rapport aux anticipations.

(ii) La flexibilité offerte par la détention d'actifs liquides

³⁰⁴ LEWIS (1988, p. 20) le note, la « *liquidity provides flexibility, and flexibility comes from markets which allow assets to be converted readily into other assets* ».

Dans un contexte où les marchés sont imparfaits et où la valeur des actifs est soumise à de fortes fluctuations, la firme anticipe les lendemains difficiles et cherche à en lisser l'influence sur son activité. Pour répondre à un objectif de flexibilité, elle crée la liste d'alternatives qui lui permet de faire face à l'imprévu. On l'a vu dans le chapitre précédent, la firme trouve une source de flexibilité dans les flux de trésorerie qu'elle dégage de l'activité ainsi que dans la disponibilité de lignes de crédit préalablement négociées auprès des banques et non encore tirées.³⁰⁵ Dans l'optique de rester pérenne dans le temps, elle est conduite à agencer son actif de façon à y trouver la capacité financière de toujours poursuivre son activité. D'une part, l'actif peut être constitué de placements financiers qui, dégagant des revenus nets, sont susceptibles de renforcer le matelas financier de la firme et jouent par conséquent un rôle de précaution. D'autre part, les actifs faisant l'objet de négociation sur les marchés secondaires peuvent être liquidés et participent ainsi directement à la satisfaction de la firme de disposer, au moment où elle en a besoin, des liquidités nécessaires à sa dépense.

L'entreprise qui fait le choix de faire un placement en actifs liquides se donne le choix de pouvoir, quel que soit le moment de leur apparition, de profiter des opportunités qui sont susceptibles d'apparaître dans l'avenir. Selon LLERENA (1985), ce principe est le fondement même de la préférence pour la liquidité ; « un actif liquide tire une partie de son attrait des opportunités potentielles futures qu'il permet d'exploiter » (p. 55). La liquidité permet ainsi de profiter d'occasion quand elles apparaissent, ce qui leur donne un caractère séquentiel. Mais en raison de l'imperfection des marchés, l'incertitude sur le futur demande plus largement à la firme de détenir des « stock-tampon » d'actifs qui jouent un rôle de cautions contre les chocs externes et garantissent un service de liquidité dans le temps. La demande de la firme dépasse donc les seuls motifs de rendement pour trouver sa justification dans un objectif de précaution et d'atténuation des effets des variations cycliques sur l'activité (FAZZARI &

³⁰⁵ Pouvant être réinvestit dans les projets de dépense, l'autofinancement est un gage total d'indépendance financière de la firme. Fondé sur la capitalisation des bénéfices, l'autonomie financière de la firme peut donc être assurée par une forte dotation en fonds propres.

PETERSEN, 1993 ; DUEKER & THORNTON, 1994). De tels actifs ne sont pas utilisés dans le cadre de l'activité courante mais sont « détenus parce qu'ils peuvent se révéler nécessaires » (HICKS, 1988, souligné dans l'original, p. 80), permettant aux individus d'absorber tous les risques qui pèsent sur eux. Moyen de réponse flexible face à l'incertitude sur les événements futurs, elle fait l'objet d'une détention préférentielle de la part des agents économiques et peut être conceptualisée en terme de « force financière » (LEWIS, 1989).

Au cœur des travaux de HICKS (1974), l'assurance capacité assurée d'emprunt offerte par la banque apparaît équivalente à la détention d'actifs liquides, participant à l'objectif de flexibilité que la firme tente de satisfaire à son actif (GOUX, 1990). Opération de hors bilan dont la réalisation est reportée dans le futur, les lignes de crédits confirmés se traduisent pour les firmes par des avantages en tant qu'actif, et par conséquent de passif, éventuels. L'assurance d'un accès à des liquidités potentielles auprès des banques n'épargne toutefois pas la firme d'une détention en propre de liquidité. Celle-ci ne peut en effet être réduite à zéro dans la mesure notamment où, nous l'avons vu, la disponibilité du financement externe repose en partie sur l'importance du financement interne de la firme (*Chapitre 3, section 1*) et où 2) le dirigeant d'entreprise qui désire rester autonome dans la réalisation de sa dépense utilisera de préférence les excédents de richesse qu'il dégage de son activité productive (*Chapitre 3, section 2*).

Dés lors que la firme anticipe et s'organise, l'accès à la liquidité est un aspect financier qui devient fondamental dans la prise de décision de dépense. Faisant pleinement l'objet d'une conception *ex ante* par la firme, la liquidité entre au cœur du processus d'acquisition d'actifs et, donc, de la logique de composition de portefeuille. Offrant aux individus une prime de liquidité, les réserves d'actifs liquides apparaissent comme des *buffer stocks* qui, destinés à lisser les fluctuations cycliques, ont des répercussions directes sur le comportement de dépense (HÖLMSTROM & TIROLE, 1996, 1998). Conduite par l'objectif de détenir des actifs liquides, la firme adopte une organisation de ses postes de dépense dans laquelle elle ne va pas « *s'enfermer* » (HICKS, 1988).

2.2.- L'acquisition d'actifs liquides comme choix de ne pas « donner ses gages au destin »³⁰⁶

« We all face significant choices about whether we should spend our resources today or wait, thereby 'keeping our option open' » (HUBBARD, 1994, p. 1816).

La considération de l'imperfection des marchés donne au risque de liquidité une nouvelle dimension qui explique la réticence des firmes à tirer sur leurs stocks de "réserves" liquides pour répondre à des perturbations macroéconomiques externes. D'une part, une grande partie des efforts des firmes pour accroître leur flexibilité micro-économique risque de se confronter à des rigidités macroéconomiques qui contribuent alors à augmenter le degré de rigidité de l'offre globale. Nous sommes dans le cadre du « paradoxe de la liquidité » qui, détenue par un agent pour des motifs de protection contre les chocs, ne conduit pas systématiquement au lissage de la dépense d'investissement (2.2.1.).

D'autre part, si l'entreprise décide d'accroître ses capacités de production en faisant des investissements supplémentaires, elle prend le risque d'être plus « rigide » dans le futur car plus illiquide. Au contraire, dans un cadre où l'information disponible évolue, une entreprise qui décide de reporter ses décisions dans le temps conserve un état de liquidité qui lui donne la possibilité de rester flexible. HICKS (1988, p. 71) l'écrit, « La liquidité n'est pas la propriété d'un choix isolé ; elle concerne une séquence de choix, liés entre eux. Elle concerne le passage du connu à l'inconnu – et la conscience que si nous attendons, nous pouvons obtenir une meilleure connaissance. Si bien que, dans la théorie de la liquidité, il ne suffit pas d'introduire une seule dichotomie entre le connu et l'inconnu. Il existe une autre catégorie, celle des choses qui ne sont pas connues actuellement mais qui le deviendront avec le temps. Ces choses-là doivent aussi être prises en compte ». L'introduction de l'incertain dans des modèles de choix montre des effets décisifs sur les comportements des agents de l'économie, enlevant son caractère systématique à la réalisation de projets d'investissement traditionnellement considérés comme rentables. Dans cette configuration, les « effets négatifs de l'incertitude » interagissent avec la nature

³⁰⁶ Pour reprendre les propos de HICKS (1988, p. 74).

irréversible de certaines dépenses, pour lesquelles « le fait d'attendre prend de la valeur »³⁰⁷ (2.2.2.).

2.2.1. – *Les externalités associées à la mobilisation effective de la liquidité*

Le « pouvoir de disposition financière » permettant à une firme d'assurer sa pérennité³⁰⁸ apparaît à travers la possession de monnaie,³⁰⁹ plus largement d'une diversité d'actifs de court terme pouvant être monétisés ou échangés³¹⁰ et de ressources potentielles d'emprunt, disponibles car préalablement négociées. Pour que la firme puisse en disposer pour engager à un moment donné une dépense d'investissement, il faut que la disponibilité de ces liquidités soit certaine. En incertitude, la détention de monnaie montre largement son utilité supplémentaire dans la satisfaction de cet objectif. En effet, à l'instant où la dépense survient, c'est la monnaie, disponible avec certitude et dont l'usage permet l'économie des divers coûts de transactions, qui fera l'objet d'une utilisation préférentielle (**A**). Désirant à tout prix éviter l'engagement de ses liquidités dans des emplois qui les détruisent, la firme les utilise uniquement si la transformation de ses avoirs lui permet à terme d'en récupérer la contrepartie sous forme de liquidité. Sinon, le besoin de maintenir son accès à la liquidité se traduira par une baisse des dépenses productives (**B**).

A) « L'illusion de la liquidité »

La disponibilité des liquidités – autres que la monnaie au sens strict – détenues par la firme est en grande partie un leurre car « vraie au niveau microéconomique, c'est-à-dire de l'agent individuel, elle ne l'est plus au niveau macroéconomique qui est celui de l'ensemble du marché » (DE MOURGUES,

³⁰⁷ Selon les propos de MCDONALD & SIEGEL (1983)

³⁰⁸ Suivant les termes utilisés par CLAASSEN (1970).

³⁰⁹ Sous forme de pièces de monnaie, de billets de banques ou de dépôts à vue.

³¹⁰ i.e. vendre ou s'en servir comme collatéraux dans une demande de financement externe.

1990, p. 58). Pour cette raison, LEWIS (1989) qualifie la liquidité d'« *artefact* de composition ». Il écrit, « La liquidité est nécessairement subjective; conditionnée par les attitudes, par les anticipations et la psychologie des acteurs actuels et potentiels sur le marché » (p. 7). D'une part, l'accès à la liquidité bancaire dépend fortement à la fois de la confiance des agents envers la capacité des banques à honorer leurs engagements initiaux et de l'état de santé financière de ces dernières. D'autre part, la liquidité des actifs détenus par la firme reste toujours incomparable à celle de la monnaie au sens strict.

(i) Le cas de la liquidité bancaire préalablement négociée

Si les engagements de crédit apparaissent comme un moyen de modérer les fluctuations de la dépense d'un agent non financier, leur usage n'en montre pas moins des limites.

En effet, la liquidité préalablement négociée auprès des banques dépend des crédits pouvant être offerts par ces institutions financières. Une détérioration effective de la santé financière des banques peut empêcher celles-ci d'honorer leurs engagements, ce qui met en danger les entreprises qui en dépendent pour leur liquidité. Anticipant le climat à venir, les entreprises peuvent également douter de la fiabilité future de leurs partenaires financiers, débouchant sur une crise de confiance qui justifie l'instabilité de la dépense. Parfaitement substituables au financement interne dans la réalisation de la dépense, l'efficacité microéconomique des engagements de crédit confirmés dépend donc fortement de la capacité des banques à honorer leurs promesses et, plus largement, de la confiance qu'ont les firmes dans le respect par les banques des promesses qu'elles ont fait. Cette limite à l'usage des engagements de crédit est caractéristique cependant des climats extrêmes d'instabilité macroéconomique et de défaillances bancaires.

Par ailleurs, si elle est « faussement externe », la liquidité offerte par les banques n'est donc pas pour autant complètement interne. Intégrée dans le bilan, l'assurance de capacité d'emprunt se transforme en dette effective dès la firme décide de l'utiliser et véhicule, par suite, un risque d'illiquidité pour la firme (*section 1 ; 1.1.2. ; B*). La prise en compte de ce risque peut commander des

comportements attentistes des agents non financiers qui, préférant maintenir l'assurance de flexibilité, font le choix de reporter leur dépense dans le temps.

(ii) Les limites dans la conversion en monnaie des actifs liquides détenus en possession propre

La mise en œuvre de la dépense à partir de la mobilisation des liquidités qu'elle détient demande à la firme de tenir compte :

- Du délai nécessaire à la conversion des actifs en monnaie et des inconvénients et frais supportés lors de la transformation. CLAASSEN (1970) résume ces derniers comme constitutifs des « coûts de transformation ».
- De la nature négociable ou non des actifs soumis à la vente ou à l'échange. Dans un monde imparfait, la conversion des actifs peut être découragée par les coûts qu'elle entraîne pour la firme. Ceux-ci sont définis par CLAASSEN (1970) comme des « coûts de mobilisation » ou « coût d'information ».

Le moment venu de la dépense, les firmes courent finalement le risque d'être face à un nombre limité de choix pour le financement effectif de la dépense. La vente d'actifs ou leur valorisation aux yeux d'éventuels offreurs de capitaux les exposent, en effet, au risque d'une sous-évaluation de leur qualité et à celui d'une vente à perte des actifs détenus. Les entités qui tentent de réduire les coûts de transformation et de mobilisation doivent, en outre, y consacrer du temps.³¹¹

Aussi, pour ne pas être obligées de supporter un coût de financement externe onéreux et risqué ou d'essayer une vente dans des conditions de « détresse financière » de ses actifs, les firmes qui font le choix de la dépense utilisent avant tout la monnaie, l'actif liquide par excellence complètement disponible pour la dépense. La monnaie montre ainsi, parmi les divers moyens susceptibles d'être détenus et mobilisés pour faire face à une dépense imprévue, une utilité supplémentaire ; les coûts de mobilisation et de transformation étant nuls la

³¹¹ Le risque est de voir passer l'opportunité de dépense pour laquelle le besoin de financement s'est manifesté, cela notamment celle devant être saisie « maintenant ou jamais » (HUBERMAN, 1984).

concernant.³¹² On retrouve ainsi les conclusions de BREALEY & MYERS (2000), selon lesquels la monnaie permet aux dirigeants d'entreprise de « retenir assez de flexibilité pour éviter les détresses financières et pouvoir saisir les nouvelles opportunités d'investissement qui se présentent ».

Par ailleurs, De MOURGUES (1990) montre que, si un grand nombre d'entreprises tentent de convertir en même temps leurs actifs en monnaie, cette conversion ne pourra pas aboutir car il n'existe aucun mécanisme qui force les banques à créer de la monnaie pour répondre à cette demande. Considérant non pas le désir des banques mais leur capacité à répondre à la demande de liquidité, LEWIS (1988, p. 6) note que « One household's assets can be consumed or changed in character, with little loss in value, only so long as the great majority of other holders of wealth do not also seek to consume their holdings or alter the form of ownership ». La liquidité des actifs détenus en possession propre par les firmes reste ainsi incomparable à celle de la monnaie au sens strict. Dans cette configuration, l'ajustement ne pourra se faire que par la baisse de la valeur des actifs négociables, baisse que l'entreprise devra tenter de compenser dans une perspective prudente de reconstitution de ses stocks de liquidité.

Face à un besoin de dépense, toutes les formes de liquidité ne sont pas forcément utilisables et possèdent une valeur qui dépend de l'état de confiance de la firme dans son environnement. C'est en ces termes que l'on peut parler d'« illusion ». Dans cette configuration, le supplément d'utilité de la monnaie sur l'ensemble des titres de court terme mobilisables, obtenu par l'économie de coût de transaction, doit en effet être payé par un coût d'opportunité qui est représenté par les intérêts que les actifs liquides autres que la monnaie rapportent.³¹³ La

³¹² Par définition, seule la monnaie au sens strict du terme (recensée dans l'agrégat de monnaie M1) sert comme moyen de paiement. Mais les coûts de transformation et de mobilisation sont tellement courts pour certains actifs (composant M2 voire M3), que ceux-ci se présentent comme des substituts proches de la monnaie.

³¹³ CLAASSEN (1970, p. 71) l'écrit, « la détention de monnaie a atteint son niveau optimal quand l'utilité (liée au coût de transformation épargné) d'une

relation inverse entre le taux d'intérêt et les encaisses détenues, défendue par la thèse keynésienne, est ainsi maintenue : Plus le taux d'intérêt des titres à court terme est bas et plus l'agent détiendra de la monnaie, et inversement.³¹⁴ Dans tous les cas, que la firme se penche sur ses liquidités disponibles auprès des banques ou sur celles qu'elles possèdent en propre, il est préférable lorsqu'elle est confrontée à une incertitude accrue, de ne pas engager ses liquidités. La liquidité apparaît ainsi comme une « flexibilité » qui ne va être systématiquement exploitée. Tout dépend du degré de confiance des firmes (HICKS, 1988 ; LEWIS, 1988) qui, souvent, préfèrent l'attente à l'investissement. Il apparaît un « paradoxe de la liquidité » selon lequel, faisant apparaître des externalités macroéconomiques, l'usage de la liquidité dans des dépenses d'investissement laisse la firme exposée au risque de liquidité.

B) Les externalités macroéconomiques de l'usage de la liquidité ou « Le paradoxe de la liquidité »³¹⁵

D'après CREPON & ZAÏDMAN (1991), en période de crise et de mutations structurelles aiguës, les firmes qui ont une incertitude quant à la réussite finale de leur projet sont conduites à freiner leurs investissements. La manière dont l'incertitude détermine les décisions de dépense renvoie encore une fois au problème de l'irréversibilité de l'investissement et, par conséquent, au risque d'illiquidité de ce dernier. Il apparaît ainsi que les freins à la réalisation de dépenses d'investissement peuvent être actionnés par l'agent non financier lui-

unité supplémentaire d'encaisse correspond à l'utilité que crée la dépense des intérêts qui auraient été perçus si l'unité supplémentaire avait été investie en titres, c'est-à-dire dans l'autre composante des liquidités de transaction ».

³¹⁴ Selon CLAASSEN (1970), si la baisse du taux d'intérêt se généralise de manière à atteindre les taux de rendements des autres actifs, l'ensemble des liquidités, formées de monnaie et de titres à court terme mobilisables, augmentent : En effet, on peut désormais acheter de la protection contre de l'insolvabilité à un prix plus bas.

³¹⁵ Selon les termes de MYERS & RAJAN (1995).

même, en fonction du niveau atteint par son endettement, de la valeur de ses liquidités ou des obligations futures que l'investissement effectif laisse prévoir.

D'une part, avant de mobiliser les lignes de crédit non tirées et, donc, d'accroître son endettement, l'entreprise apprécie, le niveau préalablement atteint par ceux-ci à son passif. Tout dépend du niveau de ses liquidités à l'actif, couverture pour la firme des engagements pris auprès des partenaires financiers. Si elle montre à son actif un niveau de liquidité inférieur à celui atteint par son endettement, elle peut décider de ne pas mobiliser les lignes de crédit. De la même façon, une incertitude accrue sur l'environnement futur, oblige la firme à tenir compte de l'impact du coût futur de l'endettement sur son résultat net et, par suite, ses capitaux mis en réserve. La montée de l'incertitude sur les revenus et dépenses futurs de la firme et donc finalement sur sa capacité à servir les charges d'intérêts ouvertes avec l'exercice de l'option d'emprunt peut l'inciter à adopter des comportements prudents, de manière à réduire le risque d'illiquidité que l'investissement véhicule. Désirant se soustraire aux risques de liquidité ainsi reformulés, les firmes ne satisfont pas systématiquement à l'accroissement de leur poste d'endettement pour répondre aux changements d'environnement.

Plus largement, la firme qui détient des liquidités évite de les mobiliser pour réaliser des dépenses qui les détruisent. Investir c'est modifier la structure de ses avoirs en acquérant des actifs illiquides – immobilisés – et se dépossédant des liquidités correspondantes. Or, quelle saisisse une opportunité d'investissement ou qu'elle réponde à un changement d'environnement, la firme se confronte au risque d'irréversibilité. Si le futur dans lequel elle se projette se montre défavorable, elle ne pourra recouvrer les sommes initialement engagées, enregistrera la diminution de son stocks de liquidité. Ce scénario catastrophe est d'autant plus inquiétant que les marchés sont imparfaits, enlevant à la firme la possibilité de liquider ses actifs immobilisés sur le marché secondaire ou l'acculant à accepter, si elles existent, des conditions de transactions qui lui soient défavorables, soit par le biais d'une vente en détresse, soit dans l'appel à de nouveaux financements bancaires. La firme qui tire sur sa liquidité se met finalement dans une situation où elle risque de s'étrangler. Aussi, malgré une détention importante de liquidités, la firme peut refuser d'investir dans des projets dont les résultats finaux sont finalement aléatoires (MYERS & RAJAN, 1995).

En définitive, prenant la caractéristique d'actifs irremplaçables (FREIXAS, 1986), la liquidité peut être un *input* dans le processus de production, i.e. utilisée dans des emplois qui la détruisent. La destruction de liquidité constitue donc une décision irréversible en ce sens qu'il est impossible d'en retrouver le niveau initial. BERNANKE, GERTLER & GILCHRIST (1994) l'ont démontré, la compromission de la liquidité future de la firme suffirait à décourager la dépense d'investissement dans les temps présents. Tenant compte de l'ensemble des risques encourus, les firmes se montrent en effet réticentes à mobiliser leurs réserves de liquidité. Les liens entre la liquidité et l'investissement apparaissent dans ce cadre comme le reflet d'une limite que s'impose la firme elle-même. Tenant compte de la composante irréversible de la décision de dépense et des risques de liquidité afférents, elle peut faire le choix de ne pas mobiliser ses réserves de liquidités. Sa préférence pour le maintien en l'état des lignes de crédit non tirées et/ou pour une allocation du capital dans des actifs liquides se justifie également par le désir de se réserver une option de dépense dans le futur.

2.2.2. – « Anticipation prudente ex ante »³¹⁶ et préférence pour une liberté de choix futurs

« Les négociants doivent conserver un certain stock minimal s'ils veulent continuer à exercer [...]. Il se peut très bien qu'ils les utilisent s'ils s'attendent à ce que la pénurie soit temporaire, mais pas autrement » (HICKS, 1988, p. 53).

La firme qui a pour objectif de minimiser les risques face à un futur incertain et de garder un degré de liberté par rapport à celui-ci est conduite à tenir compte systématiquement des conséquences de ses actes. Le désir de maîtriser le risque de liquidité voire de faillite la pousse à adopter une organisation de son actif qui lui garantisse l'accès à la liquidité. Celle-ci ne se destine pas pour autant à être systématiquement mobilisée pour répondre aux dépenses d'investissement. En effet, si la décision d'investir est irréversible, celle de différer l'investissement ne l'est pas. D'une part, les entreprises bénéficient d'un accroissement de l'information dans le temps et l'information qui est révélée au fur et à mesure du

³¹⁶ Selon les termes de Samuelson (1998) qui montre que la firme est conduite à réévaluer ses stocks de richesse en face d'incertitude accrue.

temps qui passe prend de la valeur (A). D'autre part, désirant à tout prix éviter le danger de s'enfermer dans une position rigide voire irréversible, l'entrepreneur qui bénéficie d'un apprentissage de l'information dans le temps préférera, dans certains cas, attendre avant de se lancer dans de nouvelles dépenses d'investissement. (B).

A) Le fait d'attendre avant d'investir prend de la valeur

Selon DOSI & METCALFE (1991),³¹⁷ « D'une manière générale, la notion d'irréversibilité a trait, dans les champs économique et social, à la possibilité que des actions, engagées aujourd'hui par des individus ou des groupes, entraînent des conséquences qui vont modeler et contraindre à l'avenir les processus de décision ou la structure du système ou encore sa trajectoire de changement ». Les risques pesant sur le résultat net futur introduisent non seulement un doute sur l'aboutissement en t+1 du projet de dépense mis en œuvre en t mais également, par voie de conséquence, sur les conditions de départ, en t+1, des projets à réaliser dans cette période future.³¹⁸ En effet, s'ils peuvent être anticipés au mieux, les cash-flows futurs ne sont pas certains aussi, en cas d'évolution défavorable de l'environnement, la firme qui met en œuvre une dépense prend le risque du durcissement de ses conditions de dépense dans le futur. Les caractéristiques de l'environnement futur se retrouvent ainsi influencées par les choix initiaux de l'entrepreneur qui, véhiculant pour la firme un risque de perte de flexibilité pour les temps futurs, aggravent l'externalité liée à la dépense en la projetant dans le temps. Aussi, tenant compte des conséquences futures de ses actes, la firme peut, en cas de doute sur ses estimations, refuser de réaliser une partie ou l'ensemble de ses projets.

Le refus d'engager des dépenses d'investissement prend toute sa valeur dans un contexte où, incapables d'effectuer des prévisions parfaites en l'absence

³¹⁷ Dans BOYER, CHAVANCE & GODARD (1991).

³¹⁸ « Une décision sera réputée irréversible si elle diminue le domaine des choix ouverts aux décisions ultérieures de même type (DOSI & METCALFE, (1991).

de la connaissance de la distribution des aléas, les entrepreneurs sont néanmoins inscrits dans une dimension temporelle qui modifie continuellement l'information disponible. Lorsque l'information disponible est susceptible d'évoluer, les firmes guidées par une extrême prudence en environnement incertain peuvent préférer reporter la dépense d'investissement dans le temps. En particulier, quand les risques deviennent trop importants ou trop difficiles à évaluer, la firme préférera observer attentivement les différentes options qui s'offrent à elle de manière à choisir celle qui lui permet de s'adapter aux modifications de l'environnement, faisant ainsi le choix de maintenir sa flexibilité financière.

Si elle peut être coûteuse,³¹⁹ l'attente véhicule également un gain d'opportunité pour un entrepreneur qui, situé en environnement imparfait, peut néanmoins profiter de bénéfices associés à l'attente de nouvelles informations. Il apparaît une « valeur-temps » qui rémunère l'entrepreneur pour son attente dans la concrétisation de son projet. HICKS (1988, p. 67) en donne un exemple : « Supposez qu'il [l'opérateur] s'attende à une hausse du taux d'intérêt sur les obligations, qui passerait de 4% à 5 % dans l'année à venir. 100 livres sterling investies maintenant rapporteront 4 livres par an ; si cette somme est investie plus tard, il semble qu'elle doive rapporter 5 livres par an ». Ainsi, cette perspective dans laquelle la firme a le choix entre mettre en œuvre une dépense ou non, permet d'apprécier les possibilités de contrôle exercé par la firme sur ses dépenses. La valeur de la flexibilité s'apprécie dans ce cadre en termes de valeur d'option (MAC DONALD & SIEGEL, 1984 ; MASON & MERTON, 1985). De valeur toujours positive en environnement incertain, l'option est susceptible d'être conservée par la firme, qui se réserve ainsi une position flexible vis-à-vis d'événements imprévus. Cette attitude consiste pour l'emprunteur à ne pas faire le choix rapide et irrémédiable de s'engager dans des dépenses qui peuvent lui être finalement défavorables. A l'exercice de l'option qui entraîne une perte d'opportunité, les firmes préfèrent maintenir leurs options.

³¹⁹ Face à une opportunité d'investissement, le coût de l'attente s'apprécie principalement au niveau de la concurrence pour la firme qui, amenée à se positionner dans ce cadre, peut être incitée à adopter une politique de préemption.

Au total, dans un contexte incertain et à information croissante, la décision d'attendre l'emporte sur celle de la dépense en raison de l'irréversibilité assortie à cette dernière. Dans les modèles qui les considèrent, les effets et les risques d'irréversibilité conduisent la firme à montrer sa préférence pour le choix différé en ces termes : « Je ne sais pas ce que je choisirai demain donc j'attache de la valeur à conserver jusqu'à demain l'ensemble des alternatives » (FAVEREAU, 1987). Dans un cadre de marchés imparfaits, les individus sont confrontés à un dilemme différent que nous pouvons présenter résumer ainsi : « Je sais que si je choisis aujourd'hui je risque de courir à ma perte, donc j'attache de la valeur à conserver jusqu'à demain l'ensemble des alternatives, pour me protéger aujourd'hui et pouvoir choisir demain ». C'est forte d'un tel raisonnement que, confrontée à la fois à une perturbation macroéconomique et à la défaillance des marchés, la firme montre sa préférence pour le maintien de sa position liquide. Donnant à la firme les moyens d'agir ou non, la détention de liquidité montre une valeur positive dans l'option d'attente, n'étant pas dépourvue de rendement dans un cadre où la firme attend pour investir.

B) La détention de liquidité comme la préservation d'un pouvoir de flexibilité dans le temps

La détention d'actifs liquides est doublement importante lorsque, dans un contexte incertain, les marchés fonctionnent mal. D'une part, elle permet à la firme d'assurer une réaction dans les meilleurs délais par rapport à la vitesse d'évolution des paramètres de l'environnement. D'autre part, la réserve de liquidité prend également de la valeur en permettant à la firme de différer l'exécution de projets et de préserver ainsi le maximum de réponses possibles vis-à-vis des modifications de l'environnement.

Le maintien de la position liquide est le reflet du traitement de l'incertitude par la firme, conduite à favoriser les programmes flexibles dans laquelle elle montre sa préférence pour une liberté de choix futurs. Ayant un degré de prédiction imparfait des aléas, la firme a pour objectif d'éviter la destruction des liquidités en faveur de dépenses qui réduisent irrémédiablement l'ensemble des actions possibles dans le futur. Cet objectif est d'autant plus fort pour la firme que le report de la décision de dépense lui permet d'économiser les coûts d'exercice

que l'irréversibilité laisse prévoir. Aussi, pour qu'il y ait investissement il ne faut pas que la dépense marginale rapporte au moins ce qu'elle coûte mais qu'elle rapporte beaucoup plus que ce qu'elle coûte, tenant compte du coût d'opportunité de l'investissement.

Dans une économie marquée par les asymétries d'information et l'incertitude sur les événements futurs, les agents s'assurent contre les risques macroéconomiques, en se garantissant un accès immédiat à des liquidités, avec l'option de mobiliser ou non ces dernières (BOOT, THAKOR & UDELL, 1987). L'option d'emprunt peut ne pas être exercée car l'attente permet de profiter des avantages liés à la survenance graduelle des informations (NEYMAN, 1991). Réalisant des arbitrages, la firme préfère le maintien d'une position flexible c'est-à-dire liquide à la mise en œuvre de projets aux revenus et coûts aléatoires. La recherche de flexibilité entre de cette façon au cœur des décisions de dépense, donnant à la liquidité une double face. En effet, détenue de manière à pouvoir amortir les effets des perturbations macroéconomiques sur les postes de dépense, la liquidité apparaît également dans un rôle accélérateur de choc, détenue en priorité par des agents économiques soucieux de leur état futur. L'existence des fluctuations macroéconomiques de la dépense apparaissent dans cette logique comme totalement compatibles avec des comportements rationnels de la part des agents économiques.^{320,321}

³²⁰ Nous renvoyons le lecteur à l'article de VIVIANI (1994) pour une synthèse de la théorie des choix et de la rationalité en incertitude.

³²¹ Explication des non linéarités : notamment les asymétries dans les ajustements à la hausse ou à la baisse. De petites variations dans la position initiale ou la valeur des paramètres sont parfois suffisantes pour entraîner des dynamiques divergentes à Long terme : un événement mineur peut avoir une influence majeure, déterminante. Exposée à un choc sur la liquidité, la firme va diminuer sa demande d'actifs illiquides de façon à reconstruire son stock d'actifs liquides

Dès le moment où il lui est impossible de prévoir parfaitement le futur, l'entrepreneur doit tenir compte des conséquences de ses actes. Inscrit dans un environnement imparfait, il doit accorder un trait spécifique au caractère irréversible de ses décisions de dépense. Aussi ne choisit-il pas sa réponse aux changements dans l'environnement économique avant d'avoir procédé à l'évaluation des risques associés à la modification de ses actions. Dans la situation où un processus d'apprentissage de l'information est envisagé, la flexibilité devient un argument à part entière du choix de l'entrepreneur. Il s'agit pour celui-ci de se constituer un portefeuille optimal d'options lui permettant non seulement d'assurer une réaction dans les meilleurs délais par rapport à la vitesse d'évolution des paramètres de l'environnement mais aussi de préserver le maximum de réponses possibles vis-à-vis des modifications de l'environnement. Sensible aux conséquences de ses actes sur l'ensemble de ses actifs réels et financiers, la firme montre sa préférence pour la flexibilité maintenant le niveau de ses liquidités. HICKS (1979), « Liquidity is freedom. When a firm takes action that diminished its liquidity, it diminishes its freedom ; for it expose itself to the risk that it will have diminished, or retarded, its ability to respond to future opportunities” (1979, p. 94). La préférence pour la liquidité répond de cette façon directement à la préférence des firmes pour la flexibilité, introduisant une instabilité qui se traduit au sein de l'économie par des fluctuations amplifiées de la dépense.

En raison des aléas sur le futur et de l'imperfection de l'ensemble des marchés, investir revient pour la firme à poser des actes qui risquent de ne plus être totalement défaits. La firme reste notamment exposée à la formation de besoin de liquidité sans jamais être certaine de pouvoir le satisfaire, ce qui donne à la décision de dépense la caractéristique d'une décision irréversible. Aussi, une des façons pour la firme d'anticiper pour mieux prévenir les difficultés consiste à développer des stratégies de planification dans lesquelles la gestion des risques inhérents à l'activité est directe.

Inscrites dans un contexte de choix imparfaits sur l'avenir et de liquidité imparfaite de leurs actifs, les firmes courent le risque de voir leurs besoins de

liquidité se transformer en véritable crise de liquidité. Aussi vont-elles manifester un besoin pressant de flexibilité dans la gestion de leur activité.

D'une part, pouvant difficilement diversifier de manière externe les risques qui menacent son activité, l'entrepreneur est donc conduit à les anticiper en les prenant en compte dans la gestion de son activité courante. Guidées par un objectif précis d'accès à la liquidité, il montre sa préférence pour la détention d'actifs liquides. Assurance d'une grande capacité financière d'adaptation aux changements imprévus dans l'environnement, la détention de liquidité donne à la firme les moyens d'anticiper et de gérer les rapports conflictuels pouvant découler d'une relation d'agence ouverte lors du recours au financement externe. Elle lui permet plus largement d'être financièrement autonome, toujours en capacité de répondre aux aléas de la conjoncture.

Les liquidités constituent, par conséquent, un moyen de réponse flexible face à l'incertitude sur les événements futurs. Jouant un rôle amortisseur de chocs, leur détention préférentielle peut être conceptualisée en terme de « force financière » pour la firme.³²²

D'autre part, confronté à une situation de dépendance intertemporelle des décisions de dépense, l'entrepreneur doit également s'organiser par rapport au futur, conduit à se donner de manière anticipée les moyens d'y répondre. Outre la demande courante de produits et , par voie de conséquence, le niveau de la production, les décisions d'investir des firmes sont également commandées par les anticipations qu'elles font de l'avenir. On retrouve ici les apports de KEYNES (1937) selon lequel il est important de tenir compte des « états de confiance » qui, entrant pleinement dans le processus de production par le biais des anticipations faites par les entrepreneurs, commandent les actes de dépense. Dans ce contexte, la flexibilité traduit la manière dont le décideur peut gérer les informations en provenance de son environnement pour s'adapter aux modifications de ce dernier. Son objectif de ne pas étrangler des conditions de fonctionnement dans le futur est à la base de la force du lien entre la dépense et la liquidité. Désireux de préserver

³²² Selon le terme adopté par NEWLIN (1962) et LEWIS (1989).

sa position liquide, l'entrepreneur renonce à les engager dans des emplois qui les détruisent. Dans un cadre temporel marqué par l'accroissement de l'information, il se donne en même temps la possibilité de pouvoir agir dans le futur. Au total, l'inscription d'une décision de dépense sur plusieurs périodes, la nature aléatoire de l'environnement et l'apprentissage de l'information dans ce contexte d'incertitude présentent le besoin de liquidité comme un phénomène accélérateur des chocs sur le comportement de dépense des entreprises.