

# Introduction générale

« Why financial structure matters ? », Stiglitz, 1988, p. 121.

La dernière crise financière qui, depuis la dévaluation de la monnaie thaïlandaise le 2 juillet 1997, a successivement exercé ses ravages dans de nombreux pays d'Asie avant de s'étendre à la Russie pendant l'été 1998 puis d'ébranler le Brésil au début de l'année 1999, a très rapidement provoqué une multiplication d'écrits chez les économistes.<sup>1</sup> Si ceux-ci s'accordent aujourd'hui pour dire que le pire a été évité, que le monde n'a pas plongé dans la récession, la crise reste au cœur d'un débat motivé, entre autres, par la compréhension de l'emprise de la finance sur la course de l'économie réelle.

L'intérêt de la théorie économique pour cette question n'est pas récent pour autant. Mais, même si elle est un fait empirique régulièrement remis sur le devant de la scène par les événements historiques, la place de la finance dans l'économie reste, aujourd'hui encore, largement sous forme de question. D'une part, la possibilité d'une influence déterminante des variables financières sur l'économie dépend de l'acceptation théorique que la finance n'est pas neutre dans la formation des équilibres économiques. D'autre part, même lorsque cette hypothèse est acceptée, il n'est pas chose aisée pour les économistes de démontrer avec persuasion la façon dont les facteurs financiers imprègnent les décisions de dépense des agents de l'économie. Faisant à l'origine l'objet d'une réflexion essentiellement macro-économique, cette problématique pousse les différents auteurs à interroger de plus en plus les pratiques micro-économiques en matière de financement et de dépense. S'intéressant plus particulièrement à l'empreinte de la finance sur les décisions de dépense des entreprises, notre recherche s'inscrit directement dans le prolongement de ces travaux liant la structure financière et l'activité économique.

---

<sup>1</sup> Il s'agissait notamment de réfléchir sur les moyens d'arrêter cette dynamique dévastatrice et d'éviter qu'elle se reproduise.

## **1.1. – Le lien entre la finance et la dépense : des résistances au possible**

S'ils partent de constats empiriques clairs de la sensibilité de la dépense d'investissement des entreprises aux facteurs financiers, les questionnements relatifs aux déterminants de cette influence s'inscrivent aujourd'hui encore dans une logique qui est mouvante, changeante et qui reste finalement incertaine. Tout d'abord, la lumière écrasante de la « révolution de la neutralité financière »<sup>2</sup> contribue, à partir des années 60, à rendre ternes les tentatives d'explication qui, existantes jusque-là, se retrouvent finalement écartées par manque de fondements théoriques solides. Puis, complexe, contradictoire et finalement bien imparfaite par rapport au cadre défini par l'approche dominante, la réalité justifie, dès le début des années 80 notamment, une réorientation de la réflexion théorique dans laquelle l'étude de la sensibilité financière de la dépense refait l'objet d'un vif intérêt. S'ils reposent sur des fondements théoriques solides, c'est maintenant des ambiguïtés empiriques qui déstabilisent ces nouveaux apports.

### **1.1.1. – La sensibilité financière de la dépense, un constat empirique ancien**

Parmi les analyses séminales les plus célèbres sur les liens entre la sphère financière et l'activité réelle, celle de FISHER (1933) sur les origines de la crise de 29<sup>3</sup> ou encore celle de GURLEY & SHAW (1955) sur la théorie de

---

<sup>2</sup> Suivant les termes utilisés par CHIRINKO (1993) pour traduire l'influence des apports d'auteurs comme HART (1949) ou MODIGLIANI & MILLER (1958) dans l'étude des déterminants de la dépense d'investissement.

<sup>3</sup> Plus précisément, FISHER (1933) met en lien l'effondrement des systèmes financiers et celui de l'activité économique lors de la Grande Dépression et conclut en la vulnérabilité des économies fortement endettées.

l'intermédiation financière font partie des références les plus citées.<sup>4</sup> Mais loin de se réduire à ces travaux, la littérature concernant plus particulièrement l'impact de la finance sur la dépense d'investissement des entreprises compte bien d'autres apports qui font directement suite aux développements de KEYNES (1930, 1936, 1937) sur les modes de financement de l'investissement, le rôle des marchés financiers et l'état de confiance des dirigeants d'entreprises.

Les interrogations sur la sensibilité financière de la dépense sont apparues de manière contemporaine aux premières tentatives de modélisation standard des comportements d'investissement des firmes. Dans les modèles traditionnels antérieurs aux années 60, la demande d'investissement des firmes est étroitement associée à l'obtention d'un niveau désiré de capital et se justifie fortement par des hypothèses de retards de livraison, de coûts d'ajustement, d'effets saisonniers ou en tant qu'investissement de remplacement.<sup>5</sup> Dans leur ensemble, ces travaux s'intéressent à la réponse de l'investissement aux variables de quantité - notamment la production - et excluent *a priori* les variables de prix - taux d'imposition, taux d'intérêt - ou les chocs exogènes. De son côté, KEYNES (1936) considère au contraire ces derniers dans ses travaux, expliquant les

---

<sup>4</sup> A l'époque, GERTLER (1988) offrait une revue de littérature très complète des idées développées sur les liens entre la structure financière et l'activité économique.

<sup>5</sup> Cette tradition remonte au modèle de CLARK (1917) dans lequel l'investissement  $I$  est définie par rapport au stock de capital  $K$  et à un terme d'erreur aléatoire  $\mu$ , sans que soient pris en compte les coûts de remplacement du capital, soit  $I_t = \Delta K_t = \Delta K_t^* = \alpha Y_t + \mu_t$ . Dans cette spécification originale, la production varie dans des proportions fixes avec la technologie, les variables de prix ou de coûts n'ont aucun rôle à jouer et l'individu peut toujours atteindre le niveau de capital qu'il désire. Les résultats contradictoires entre l'étude de l'auteur et les travaux statistiques de ceux - notamment KUZNETS (1935) et TINBERGEN (1939) - qui tentent de la prolonger ont justifié son complément en terme de coûts d'ajustement, etc. par bien d'autres auteurs.

principales fluctuations de l'investissement par les chocs sur l'efficacité marginale du capital et, dans une bien moindre mesure, par le taux d'intérêt. En réponse à ce développement original, le taux d'intérêt et des variables mesurant la liquidité de l'investisseur viennent enrichir la spécification empirique standard de l'investissement (KUZNETS, 1935 ; TINBERGEN, 1939 ; KLEIN, 1951).<sup>6,7</sup> La démarche n'est pas vaine ; l'influence des variables de liquidité, et notamment des sources internes de financement, sur la dépense d'investissement est largement admise.

Dans le prolongement de ces travaux, d'autres analyses empiriques se développent qui, proposées par des auteurs comme MACK (1941), MERWIN (1942), BUTNER & HELLER (1945), HELLER (1951) OU MEYER & KUH (1957), continuent de montrer l'influence très significative du financement interne des entreprises et de leur politique d'endettement sur leur comportement d'investissement.<sup>8</sup> En parallèle, les travaux de LUTZ & LUTZ (1951), JACOBY & WATSON (1952) ou encore de DURAND (1952) tentent de théoriser

---

<sup>6</sup> Les variables de liquidité retenues dans les investigations sont les flux de profit, la part retenue des bénéfices ou encore le stock d'actifs négociables à court terme.

<sup>7</sup> Très rapidement cependant, enregistrant la performance médiocre du taux d'intérêt dans les déterminants empiriques de l'investissement, les travaux se concentrent essentiellement sur la démonstration de la primauté des variables de quantité sur le taux d'intérêt, indépendamment toujours du rôle des chocs. MEYER & KUH (1957) le résumant, dans ces travaux « *le taux d'intérêt n'est pas important, que ce soit les inférences statistiques, les interviews ou les questionnaires qui aient été les méthodes d'investigation* » (p. 8). Une telle configuration ne laisse aux autorités monétaires aucune influence directe sur les fluctuations de la dépense.

<sup>8</sup> MEYER & KUH (1957, p. 192) le précisent, il y a « *a clear tendency for liquidity and financial considerations to dominate the investment decision in the short run* ».

l'influence du niveau et des sources de financement sur l'investissement des firmes. Mais, l'immense difficulté consiste pour l'ensemble de ces auteurs à justifier le constat empirique de la sensibilité financière qui, ils le reconnaissent, mériterait que l'on se penche davantage sur l'étude de la place de la finance dans la logique de dépense. Aussi, affaiblis par un manque de fondements théoriques, ces apports ne résistent-ils pas face à la thèse des fervents défenseurs de la théorie apologétique de la neutralité financière.<sup>9</sup>

Développant un modèle micro-économique de choix de financement par les entreprises, MODIGLIANI & MILLER (1958) puis MILLER (1961, 1977) montrent, sous l'hypothèse de marchés complets, que la structure financière des firmes n'a aucun effet sur leur décision de produire et d'investir.<sup>10</sup> Dans leur théorème, la firme est finalement représentée comme un ensemble donné d'investissement, générant des revenus aléatoires sur lesquels chaque investisseur a la même information. S'ils se situent dans le prolongement direct d'auteurs comme HART (1949) selon lequel « la finance n'est pas un problème pour la dépense » dans la mesure où « chaque firme est confrontée à un taux d'intérêt de marché auquel elle peut obtenir tous les financements qu'elle choisit » (p. 172), les apports de MODIGLIANI et MILLER ne jetteront pas pour autant complètement le voile sur l'étude de la sensibilité financière de la dépense d'investissement. Bien au contraire, outre le mérite d'avoir introduit la rigueur scientifique dans l'analyse et l'explication des comportements financiers de l'entreprise, on leur reconnaît également d'avoir amorcé une véritable réflexion théorique sur les interactions susceptibles d'exister entre les stratégies de production et les choix financiers des firmes. En effet, peut-être en raison du

---

<sup>9</sup> CHIRINKO (1993, p. 68) la rappelle, « *La base théorique permettant d'insérer les variables financières [...] a largement été absente et, à la lumière du célèbre théorème de Modigliani & Miller (1958), de tels développements furent découragés* ».

<sup>10</sup> MODIGLIANI & MILLER s'intéressent plus exactement à la structure du passif des firmes. Maintenant un cadre de marchés parfaits, FAMA (1980) généralise ce résultat à tous les choix financiers.

décalage entre l'hypothèse théorique de neutralité financière et la sensibilité repérée en pratique de la dépense aux variables financières, la tendance est prise dans la littérature d'explorer les raisons pour lesquelles « la structure financière joue » (Stiglitz, 1988).<sup>11</sup>

Parmi les nouvelles réponses qui sont apportées à cette occasion, nous nous intéressons plus particulièrement à celles dans lesquelles la finance laisse définitivement tomber le « voile » qui pouvait la recouvrir jusque là.

### **1.1.2. – De nouvelles réponses théoriques ... déstabilisées par des insuffisances empiriques**

Rebondissant sur la thèse de MODIGLIANI & MILLER (1958), la recherche qui s'amorce dans les années 60 va soit tenter de lui donner des fondements théoriques rigoureux, soit finir par la remettre en cause. Quel que soit l'objectif poursuivi, l'investissement reste expliqué dans les programmes dynamiques comme le moyen d'atteindre un niveau désiré de capital.<sup>12</sup>

Dans les travaux apologétiques de la neutralité financière, le stock désiré de capital est uniquement fonction de la production et du coût du capital, variable composite comprenant, entre autres, le taux d'intérêt (JORGENSEN, 1963, 1971 ;

---

<sup>11</sup> STIGLITZ (1988) l'écrit, « *It is ironic that a paper which purportedly established that one need not pay any attention to financial structure – that financial structure is irrelevant – should have focused economists' attention on finance* ».

<sup>12</sup> Ces développements tentent de dépasser les limites des travaux antérieurs, pour lesquels selon GRILICHES (1967, p. 42), « *Usually the form of the lag is assumed a priori rather than derived as an implication of a particular behavioral hypothesis. [...] While widely and variously used, most distributed lag models have almost no or only a very weak theoretical underpinning* ». Deux tendances se dessinent alors, axée l'une sur une dynamique implicite de la dépense d'investissement, dans des modèles type JORGENSEN (1971) et, l'autre, sur une dynamique explicite dans, par exemple, des modèles en  $q$  de TOBIN, l'équation d'Euler, etc.

EISNER, 1974).<sup>13</sup>. Dans cette configuration où le marché des capitaux est par hypothèse parfait, chaque entité économique mobilise, sans délai et à volonté, divers modes de financement parfaitement substituables entre eux. Dans un tel schéma, l'éventuelle voie d'influence des autorités monétaires sur l'investissement est indirecte et passerait par le coût du capital. Celui-ci voit cependant chacun des éléments qui le composent faire l'objet de critiques, ce qui élargit davantage le fossé entre les développements théoriques standards et les régularités empiriquement observées.<sup>14</sup> De plus, le constat d'effets différés de la production et du coût du capital sur l'investissement poussent différents auteurs à défendre l'idée d'une intégration séparée de ces deux variables dans le modèle théorique (BERNANKE, 1986 ; BLANCHARD & WATSON, 1986). Enfin, lorsqu'elles sont retenues dans les investigations économétriques, les variables de liquidité, mesurant notamment les fonds internes des firmes, continuent de montrer leurs influences significatives sur la dépense d'investissement (SIMS, 1980 ; ECKSTEIN & SINAI, 1983 ; GORDON & VEITCH, 1986), ce qui entache davantage l'apport des modèles standards à la compréhension des comportements d'investissement durable et laisse finalement les fluctuations de celui-ci largement inexplicées.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Les autres éléments qui composent le coût du capital sont le prix d'achat du capital, son taux de dépréciation, son coût net réel et après imposition, le taux d'imposition sur les revenus de la firme.

<sup>14</sup> Menant une étude empirique sur le sujet, CLARK (1979) conclut que « *la production est clairement le déterminant principal de l'investissement fixe non résidentiel* » (p. 103) et que « *le coût courant du capital n'est pas vraiment utile pour expliquer les données trimestrielles sur l'investissement fixe des entreprises aux Etats Unis sur les 25 ans passés* » (p. 104).

<sup>15</sup> Des travaux en cours depuis le début des années 80 s'intéressent à l'influence des chocs autonomes sur la dépense. Ces modèles type VAR souffrent encore d'un problème de simultanéité induit par les chocs contenus dans le terme d'erreur de la fonction de dépense. Il apparaît que ces chocs peuvent être corrélés à la production ou au coût du capital, dans le cas par exemple des chocs de

Alors qu'elles échappent aux explications standards, ces énigmes motivent, depuis le début des années 80 notamment, le développement d'une vaste littérature repensant le rôle des facteurs financiers dans la dépense des entreprises notamment. Principalement motivé par les avancées en économie de l'information, l'ensemble de ces travaux rejette explicitement l'hypothèse de non incidence des structures de financement sur les performances économiques. Si elles s'intéressent aux comportements des agents micro-économiques, ces études nourrissent par ailleurs une problématique essentiellement macro-économique de compréhension de la dynamique de la dépense et, plus particulièrement, du rôle joué par les variables monétaires et financières à ce niveau. Deux logiques apparaissent, reconnues en France comme la théorie du canal strict du crédit et la théorie du canal large du crédit, parmi lesquelles la dernière attire plus particulièrement notre attention.<sup>16</sup>

Selon cette partie de la littérature, c'est du côté de la sphère financière, et plus exactement dans l'étude des structures financières des entreprises, qu'il faut rechercher les mécanismes d'amplification et de propagation des fluctuations de l'activité économique. Essentiellement fondée sur la prise en considération des imperfections qui entachent le fonctionnement du marché des capitaux, les études sur le canal large rationalisent et testent le rôle de ces frictions dans la structure du financement et, par suite, dans la dépense des entreprises. La macrodynamique de la dépense que la théorie du canal large défend repose avant tout sur l'acceptation, au plan microéconomique, de l'existence d'une imparfaite substituabilité, pour

---

technologie. L'étude de ce biais a donné naissance à des modèles non structurels ou semi-structurels mais, peu d'auteurs les ont appliqués à l'étude de la dépense d'investissement.

<sup>16</sup> Cette appellation est commune aux auteurs français (notamment GOUX, 1994 ; PAQUIER, 1994 ; ROSENWALD, 1994 ; LAVIGNE & VILLIEU, 1996 ou POLLIN, 1996) et à certains auteurs américains (comme OLINER & RUDEBUSH, 1994). On trouve également d'autres expressions dans la littérature, comme « l'accélérateur financier », « le canal de la richesse nette », « le canal du bilan », ou encore « l'hypothèse de sensibilité excessive ».

tous les agents de l'économie, entre le financement interne et tous les moyens de financement externe, à l'origine de liens systématiques entre la position financière d'une firme et les fluctuations de son activité. Dans les nombreux travaux dévolus à la tentative de validation empirique de l'existence d'un canal large, il s'agit principalement d'apprécier les liens entre, d'une part, les variables financières, théoriquement appréhendées comme composant la « richesse nette interne » de la firme mais dont le *cash flow* est le *proxy* empirique favori, et, d'autre part, la dépense d'investissement, d'emploi ou encore de stockage des firmes.

Keynes le rappelait dans *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), les obstacles que rencontrent de nouvelles conceptions ne tiennent pas forcément à leurs difficultés propres mais aussi à la prégnance d'anciens systèmes d'interprétation. Cet adage s'applique tout particulièrement à la théorie du canal large du crédit laquelle souffre d'ambiguïtés au niveau empirique, dans la lecture qui est retenue des liens entre les variables financières et la dépense.

En effet, appréciable par leur nombre, par les méthodologies utilisées ou les données analysées, le travail empirique sur le canal large fait l'objet d'interprétations qui occultent une grande partie des développements théoriques sous-jacents, lesquels soulignent le rôle joué à la fois par les chefs d'entreprise et par les financiers susceptibles de les satisfaire, dans la dynamique de la dépense. Tout d'abord, à partir d'une classification des firmes comme étant *a priori* exposées aux imperfections du marché des capitaux et du constat de l'existence de liens statistiquement significatifs entre les variables financières et la dépense, certains auteurs sont conduits à donner aux seuls prêteurs un rôle actif dans la sensibilité financière de la dépense et, par suite, dans l'amplification et la propagation des perturbations exogènes sur l'activité réelle. À partir de là et conformément à la logique qui sous-tend cette lecture, des raisonnements en terme de « contraintes » voient le jour, bien qu'aucun consensus n'apparaisse quant à la nature de ces dernières<sup>17</sup> : Les récessions s'expliqueraient ici par le rôle direct et

---

<sup>17</sup> Nous le verrons, on rencontre en effet dans la littérature des développements en terme de « contraintes financières », « d'emprunt », « de

fondamental des prêteurs, par les « contraintes » qu'ils imposent aux emprunteurs qui les sollicitent. Suite à la détérioration de la « valeur de crédit » des « candidats au financement » et par le biais d'une sélection plus rigoureuse de la demande de fonds, suivant des termes pécuniaires mais également non pécuniaires fondés sur la position financière de ces agents, les offreurs de capitaux nourriront seuls les fluctuations cycliques de la dépense.

De telles interprétations ne font pas l'unanimité cependant et, pour de nombreux auteurs, il y a un véritable fossé entre les développements théoriques et leurs interprétations empiriques, ce qui laisse largement ouverte encore la question de l'explication du lien entre l'investissement et les variables financières (CHIRINKO, 1992 ; FAZZARI, HUBBARD & PETERSEN, 1995 ; FAZZARI, 1995 ; HESTER, 1995 ; KAPLAN & ZINGALES, 1997 ; HUBBARD, 1998). CHIRINKO (1993, p. 71) l'écrit, « Bien que les évidences récentes mettent l'accent sur la structure financière et les contraintes de liquidité, leurs sources et leur sévérité restent des questions ouvertes ». <sup>18</sup> De la même façon, FAZZARI (1995) avance que, si contraintes il y a, nous devons maintenant en identifier clairement la source. <sup>19</sup> C'est cette perspective générale qui motive notre recherche.

---

financement », « de crédit », « de liquidité », ou encore de « contraintes de collatéraux ».

<sup>18</sup> CHIRINKO (1992) « *While the recently generated evidence points to the importance of financial structure and liquidity constraints, their sources and severity remain open questions* ».

<sup>19</sup> Selon HESTER (1995) cet éclairage est d'autant plus nécessaire que, si les intermédiaires financiers sont le fait des contraintes imposées sur la dépense, les substituts développés par le marché sont susceptibles de résoudre rapidement le problème.

## **1.2. – Problématique et structuration de la thèse**

L'objet de ce travail est de rechercher dans quelle mesure le rôle actif donné à la structure financière des firmes dans les fluctuations de la dépense est le reflet forcé et exclusif de « contraintes », directement imposées aux dirigeants d'entreprise, au moment de la mise en œuvre de la dépense, par les prêteurs en général ou les banques en particulier.

En d'autres termes, la structure financière des agents de l'économie « importe »-t-elle dans la mise en œuvre de la dépense uniquement en raison de l'information qu'elle véhicule pour les prêteurs sur l'état de la solvabilité de ces clients potentiels ?

Dans un monde marqué à la fois par les changements aléatoires d'environnement et par les imperfections informationnelles et transactionnelles des marchés, la structure financière n'a-t-elle pas d'autres rôles essentiels à jouer pour permettre éventuellement aux entreprises de réaliser leurs projets et participer ainsi au développement de l'économie ?

### **1.2.1. – Enjeux et contraintes de la recherche**

Nous posons l'hypothèse que chaque dirigeant d'entreprise est logiquement conduit, dans un contexte où il est confronté à des modifications aléatoires de l'environnement et au fonctionnement imparfait des marchés, à organiser sa structure de financement et de dépense de façon à toujours pouvoir, s'il le désire, répondre à l'imprévu.

Nous pensons en effet qu'un dirigeant d'entreprise ne peut rester passif face aux obstacles constamment attachés à la satisfaction de ses besoins de liquidité sur les marchés. Au contraire, dès lors que ses partenaires financiers et/ou commerciaux sont susceptibles de le contraindre dans son organisation présente mais aussi, par effet d'amplification, future, il est conduit à adopter des

mécanismes qui, le protégeant contre ces occurrences, lui donnent en même temps les moyens d'anticiper pour mieux les compenser les failles du marché.

Ces hypothèses étant posées, quelle pourrait être la portée de notre recherche ? Tout d'abord, problématique première des travaux à la suite desquels nous nous situons, l'analyse de la sensibilité financière de la dépense répond en même temps à celle des canaux de transmission monétaire. À ce niveau en effet, si l'ensemble des travaux couvrant le thème de la politique monétaire admet que, au moins à court terme, la monnaie agit sur la course de l'économie réelle, il y a cependant peu d'accords sur la manière dont cette influence se fait (LAVIGNE & VILLIEU, 1996). De fait, l'étude des liens susceptibles d'exister entre les variables financières et la dépense participe directement à l'objectif d'identification des mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Ensuite, le passage d'un concept de sensibilité financière de la dépense à celle de contraintes imposées par les offreurs de capitaux n'est pas neutre sur les mesures de politique économique envisageables pour les agents de l'économie. En effet, toute politique qui incite à la création d'institutions financières spécialisées ou de produits financiers bonifiés apparaît équitablement justifiable et socialement profitable lorsqu'il existe des contraintes de financement qui procèdent de l'influence directe et exclusive des offreurs de capitaux sur la dépense. En revanche, ces mêmes interventions s'avèreraient moins efficaces si la sensibilité financière de la dépense l'investissement est le résultat d'un comportement volontaire voire stratégique de la part du dirigeant d'entreprise.<sup>20</sup> S'il s'agit là d'une façon pour ces individus de compenser les failles des marchés sur lesquels ils interagissent, la politique économique a conventionnellement pour rôle de remplir cette tâche, susceptible d'aider les entreprises grâce à la taxation, la subvention, la réglementation et toutes les autres politiques économiques. Dans ce cas, l'état, dans son rôle de régularisation des fluctuations économiques

---

<sup>20</sup> Dans ce cas, il importe de trouver des mécanismes qui interviennent directement au niveau de l'entrepreneur, comme des mécanismes fiscaux, qui permettent par exemple un transfert de ressources des investissements non rentables vers ceux les plus rentables (CIEPLY & GRONDIN, 2000).

conjoncturelles, doit plutôt adopter et/ou renforcer des procédures qui soient en adéquation avec la logique des entreprises.

Aussi le but général de notre travail est-il d'étudier dans quelle mesure les dirigeants d'entreprise ont une part à jouer dans la sensibilité financière et, par suite, la dynamique de la dépense. Il s'agit par conséquent d'expliquer cette sensibilité par des motifs qui ne dérivent pas directement et exclusivement de leurs relations avec des prêteurs potentiels.

Motivée par ces questionnements, une double ambition anime notre recherche.

Analytiquement, il s'agit d'apprécier les marges de manœuvre à disposition des dirigeants d'entreprises en matière d'anticipation et de gestion des chocs exogènes auxquels la firme reste constamment exposée. Pour ce faire, nous nous inspirons des développements réalisés dans deux champs jusqu'à présent bien distincts de l'analyse économique :

- D'une part, ceux qui, en **économie financière**, exposent la logique des dirigeants d'entreprises en matière de structuration stratégique des modes de financement ;
- D'autre part, ceux qui, en **économie industrielle**, défendent l'idée d'une structuration stratégique par les chefs d'entreprises des postes de dépense.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Les principales références sur lesquelles s'appuie notre raisonnement sont relativement anciennes ; les recherches sur les points qui nous intéressent se sont arrêtées, à notre connaissance, au milieu des années 90. Elles sont simplement rappelées aujourd'hui dans des travaux qui en font la synthèse (BOURDIEU, *alii*, 1997) ou qui les utilisent comme grille de lecture pour tenter de comprendre un problème particulier, à l'exemple de MAHIEU & SEDILLOT (2001). Toutefois, la prise en compte des imperfections de marché nous permet d'en renouveler les apports ; ces travaux se sont en effet développés jusqu'à présent dans un cadre qui associe l'incertitude sur le futur et un fonctionnement parfait des marchés.

La transposition de ces apports à l'étude conjointe de la décision de financement et de dépense des dirigeants d'entreprises nous permet de comprendre dans quelle mesure, interagissant fortement l'une sur l'autre, les décisions de financement et de dépense ne peuvent pas être prises séparément par la firme. Situait plus précisément notre raisonnement dans un cadre de changement aléatoire d'environnement et de fonctionnement imparfait des marchés, nous démontrons que les entrepreneurs sont conduits à adopter des stratégies actives de gestion de leur activité présente et future qui ont des répercussions directes sur leurs décisions de dépense. La sensibilité financière de la dépense apparaît dans ce cas, au moins en partie, comme le reflet d'actions entreprises par l'entrepreneur en vue de satisfaire des objectifs propres de flexibilité financière.

Notre projet de recherche n'est pas uniquement théorique ; il est aussi appliqué. Relativement récente, la littérature sur la théorie du canal large du crédit et l'étude qui y est proposée de la sensibilité financière de la dépense a trait principalement aux caractéristiques de l'économie américaine. Dans la suite logique de l'ensemble de ces travaux et forts de notre réflexion théorique sur les politiques stratégiques suivies par les dirigeants d'entreprises en matière de financement et de dépense, nous questionnons la réalité de la réponse de la dépense des entreprises de l'industrie manufacturière française aux variables financières. Cette démarche est également pour nous l'occasion de relever éventuellement les spécificités du système financier français en général et de la relation banques-entreprises en particulier.

### **1.2.2. – Structuration de la thèse**

La thèse s'articule autour de trois parties.

Le besoin de comprendre quel est l'ensemble des vecteurs qui participe à la sensibilité financière de la dépense et justifie par suite la dynamique macroéconomique de celle-ci ne relève pas de la mode. Bien au contraire, il est au cœur même des origines de la théorie monétaire et de l'étude constamment renouvelée par celle-ci des mécanismes d'interaction entre les variables

financières et « réelles ».<sup>22</sup> La théorie du canal large du crédit, fondement de notre propos, est le fruit logique de toute cette réflexion. Aussi, bien que l'essentiel de notre propos soit microéconomique, attaché à l'analyse des comportements du dirigeant d'entreprise, nous proposons, dans la **PREMIERE PARTIE** de passer par la porte de l'analyse macroéconomique des interactions « monnaie-activité » qui, de succès en remises en question, constitue une source riche de renseignements et d'analyse pour la compréhension de la sensibilité financière de la dépense.

Le *Chapitre un* interroge la façon dont la théorie monétaire est passée, au travers des développements précédents la théorie du canal large du crédit, de l'étude du pouvoir de la monnaie sur la dépense à celle des influences de la finance. Il s'agit particulièrement de tirer les enseignements tant des apports que des échecs de ces approches aujourd'hui considérées comme « standards » dans l'analyse de l'interaction « monnaie-activité » ; le canal monétaire conventionnel et la théorie du canal strict du crédit.

Entièrement consacré à la théorie du canal large du crédit, le *Chapitre deux* analyse l'originalité avec laquelle cette théorie substitue désormais l'hypothèse « *internal net worth matters* » à celle défendue jusque-là selon laquelle « *money matters* ». Nous montrons comment, élargissant les déterminants de la dépense des entreprises à des variables, réelles et financières, non monétaires, les théoriciens du canal large défendent au niveau microéconomique l'hypothèse d'une influence essentielle de la « richesse nette interne » sur le coût des fonds externes sollicités par les chefs d'entreprise ainsi que sur la décision de ceux-ci de réaliser ou non une dépense. Puis, nous voyons la logique avec laquelle lors de la transposition de ces travaux à l'étude de la macrodynamique de la dépense et à l'analyse empirique des déterminants de celle-ci, seule l'influence de la variable-clef sur l'offre de financement externe est retenue.

---

<sup>22</sup> L'étude des liens entre la finance et la dépense des entreprises intéresse depuis longtemps les gestionnaires qui en proposent un point de vue technique, directement rattaché aux questions de gestion financière et largement dépourvu de fondements théoriques.

Restant dans le cadre général du fonctionnement imparfait des marchés, la **DEUXIEME PARTIE** s'attache à l'étude de la validité du « canal du financement interne » qui, susceptible de lier directement la finance et la dépense des entreprises, est présent dans la théorie du canal large du crédit mais largement ignoré, notamment au niveau des études empiriques, dans l'interprétation de la sensibilité financière de la dépense.

Le *Chapitre trois* s'intéresse à la pratique des dirigeants d'entreprise en matière de choix de financement. À cette occasion, nous justifions dans quelle mesure l'hypothèse de substituabilité imparfaite entre le financement interne et le financement externe défendue par la théorie du canal large du crédit traduit la préférence des dirigeants d'entreprise inscrits en asymétrie informationnelle pour la mobilisation préférentielle de leurs sources internes de financement. Désireux de trouver les moyens de pouvoir répondre rapidement et à moindre coût à l'imprévu, les dirigeants d'entreprise accordent de l'importance, en matière de structure financière, à leur accès à la liquidité, entendue comme le pouvoir de disposer au moment voulu des moyens financiers leur permettant de satisfaire un besoin de dépense.

Faisant le lien entre la finance et la dépense, le *Chapitre quatre* s'attache à démontrer que, attachés à la préservation dans le temps de la qualité de leur pouvoir de disposition financière, les dirigeants d'entreprise adoptent des stratégies particulières de dépense. Constamment exposés à des flux de trésorerie négatifs, à l'impossibilité de satisfaire leur besoin futur de liquidité sur des marchés imparfaits et par conséquent à la crise de liquidité, les dirigeants d'entreprise sont amenés à acquérir les actifs pour lesquels l'accès final à liquidité est le plus certain. De la même façon, guidés par la prudence en environnement incertain, les chefs d'entreprise sont-ils conduits à refuser d'engager leurs liquidités dans des dépenses qui risquent de les détruire *in fine* et de détériorer ainsi ce qui constitue leur « force financière » en environnement imparfait.

La **TROISIEME PARTIE** de la thèse tente, par des investigations pratiques, de discriminer entre les deux principales forces financières susceptibles de modifier le comportement de dépense des firmes : celle imposée, sous forme de contraintes de financement par les divers offreurs de capitaux et celle qui, au

contraire, dérive directement des choix du dirigeant d'entreprise en matière de financement et de dépense. Réalisée sur la période 1986-1996, à partir d'un large échantillon d'entreprises industrielles françaises adhérentes à la Centrale des Bilans de la Banque de France, l'analyse empirique est plus particulièrement centrée sur les comportements de stockage et d'investissement productif de ces entités.

Le *Chapitre cinq* relève les spécificités des entreprises françaises en matière de dépense. Après une analyse statistique comparée des changements de l'environnement monétaire et des principaux postes de dépense des firmes de l'échantillon, nous transposons au cas français la démarche de test traditionnellement retenue dans les travaux sur la théorie du canal large du crédit pour apprécier la sensibilité financière de la dépense. Nous optons toutefois pour une définition élargie des variables financières de façon notamment à tenir compte des liquidités à disposition des entreprises et de la spécificité éventuelle des offreurs de capitaux en France.

Le *Chapitre six* cherche à apprécier la part jouée par les dirigeants d'entreprise dans la sensibilité financière de leurs postes de dépense à travers l'étude de leurs modes de financement. Reprenant le même échantillon d'entreprises, nous procédons tout d'abord à des analyses factorielles de données, de manière à dégager des informations globales en matière de dépendance des variables retenues sur l'ensemble des firmes et de positionnement de celles-ci les unes par rapport aux autres au regard des variables observées. Nous comparons ensuite les résultats obtenus à des informations statistiques sur la structure et l'évolution des financements des firmes de l'échantillon sur la période étudiée.