

***POLITIQUE D'INVESTISSEMENT, STRATÉGIES DE COUVERTURE ET  
COÛTS D'AGENCE***

**Sami BACHA**

DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION  
LABORATOIRE C.R.I.F.P  
UNIVERSITÉ DE NICE SOPHIA ANTIPOLIS

**FATNA HARRAR**

DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION  
LABORATOIRE R.O.D.I.G.E  
UNIVERSITÉ DE NICE SOPHIA ANTIPOLIS

***Mots-clés*** : Stratégie de couverture - Gestion des risques - Conflits d'agence - Contrôle externe - Financement - Cash flow

Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique  
13-14-15 juin 2001



Faculté des Sciences de l'administration  
Université Laval  
Québec



**RÉSUMÉ**

Cet article met l'accent sur les coûts potentiels liés à l'utilisation des stratégies de gestion des risques et de couverture des cash-flows. Ces stratégies permettent aux entreprises d'éviter les coûts élevés des financements externes en contractant des produits dérivés garantissant un autofinancement en fonction d'un niveau d'investissement prédéterminé. En présence de conflits d'agence, les dirigeants, profitant de l'absence du contrôle exercé par les investisseurs externes, sont incités à privilégier leurs intérêts privés au dépens de la création de valeur pour les actionnaires.

**MOTS CLÉS :** Stratégie de couverture - Gestion des risques - Conflits d'agence - Contrôle externe - Financement - Cash flow.

---

**ABSTRACT :**

This article discusses a potential costs of corporate risk management strategies that are based on cash-flow hedging. Cash-flow hedging strategies allow firms to avoid the deadweight costs of external financing by setting their internal cash-flows equal to their investment needs. In the presence of agency conflicts between managers and shareholders, these hedging strategies can be used to reduce shareholders wealth, insofar as they remove the valuable discipline that obtaining new external financing imposes on managers.

**KEY-WORDS :** Cash-flow hedging strategies – risk management - agency conflicts – external control – financing – Cash flow.

**INTRODUCTION**

Depuis quelques années, l'on assiste à une évolution rapide de la discipline de management global des risques. Face à l'incertitude, dirigeants et responsables des entreprises industrielles et financières sont de plus en plus amenés à maîtriser les outils et les techniques de gestion et de couverture. Certains sondages montrent que 60% à 80% des grandes firmes ont déjà adopté des stratégies de couverture ou vont réviser leurs politiques de management des risques financiers<sup>1</sup>. L'adoption intensive de ces stratégies reflète indubitablement les réels et significatifs avantages associés à la maîtrise et à la gestion des risques.

Sur le plan théorique, les contributions académiques, les plus célèbres, tels que Froot, Scharfstein, et Stein (1993, 1994), Bernstein (1996), Luehrman (1998), ont largement exposé le rôle élémentaire de ces stratégies dans la couverture des programmes d'investissements contre les évolutions adverses ainsi que dans la réduction des pertes et des faillites.

Cependant, il est évident que la gestion des risques offre des avantages indéniables mais génère aussi des coûts. Or, en dehors des travaux sur les coûts de transaction et de quelques expériences pratiques<sup>2</sup>, peu de recherches se sont intéressées aux coûts potentiels de la gestion des risques. En effet, en présence de conflits d'intérêts, ces stratégies contribuent à accentuer les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers chercheraient plutôt à satisfaire leurs intérêts personnels au dépens de ceux des actionnaires. Ce papier tentera de montrer que la gestion des risques, et en l'occurrence la couverture de la capacité d'autofinancement ou du cash-flow interne de l'entreprise, peut, dans certains cas, minimiser la richesse des actionnaires. En assurant un financement, indépendamment de la situation financière de l'entreprise et de la pertinence de l'investissement, ces stratégies suppriment le contrôle exercé par les banques et les investisseurs externes et encouragent le développement de projets sans valeur ajoutée.

Pour mieux appréhender notre problématique, nous reviendrons sur les principes sous-jacents à la couverture des cash-flows. Selon les travaux de Donaldson (1966), Lessard (1991), puis récemment Froot, Scharfstein, et Stein (1993, 1994), ce concept suggère que les dirigeants doivent améliorer leurs cash-flows opérationnels afin d'être capable de poursuivre leurs programmes d'investissement espérés sans recourir aux financements externes, coûteux et exigeants.

Toutefois, cette stratégie de couverture du cash-flow est source de problèmes. Anthony (1997) montre que l'absence de la discipline exercée par les intermédiaires financiers et par le marché peut se refléter sur les mécanismes d'allocation des ressources et se traduit par la destruction de la valeur des actionnaires. Cette destruction est d'autant plus forte que les mécanismes de contrôle et de pression externe sont faibles et que le degré d'indépendance financière de l'entreprise est élevé.

Cette contribution s'articule autour de trois parties. La première met en évidence les avantages et les arguments en faveur de la couverture des cash-flows comme moyen de se couvrir contre les aléas externes. A travers l'exposition des principes et des concepts de base, nous

montrons que les techniques de couverture du cash-flow permettent d'éviter les coûts élevés liés aux financements externes et d'optimiser les programmes d'investissement.

Dans la deuxième partie, nous introduisons l'hypothèse d'existence de conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. A travers l'étude de deux entreprises différentes, nous montrons que la divergence des intérêts peut détourner les stratégies de couverture de leur objectif initial. Enfin, nous concluons cette analyse par une interrogation sur l'impact de l'absence de contrôle, habituellement exercé par les investisseurs externes, sur la gestion des dirigeants. Derrière cette interrogation, nous chercherons à nourrir le débat sur l'opposition ou la complémentarité entre le recours au financement externe et la couverture des cash-flows internes.

## **I. LA COUVERTURE DU CASH FLOW INTERNE, GARANT DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT OPTIMALE**

La théorie économique et financière a largement relaté les bénéfices et les avantages offerts par la gestion des risques. Dans un environnement marqué par l'incertitude et par l'instabilité, cette nouvelle branche du management trouve un intérêt particulier chez les dirigeants des grandes entreprises. Face à l'insuffisance de l'information, les techniques de couverture et d'arbitrage offrent une alternative intéressante pour minimiser et assurer les effets préjudiciables d'aléas incontrôlables [Williams et Heins (1985)]. Elles permettent de couvrir les conséquences négatives dues à l'imprécision des prévisions et au manque de fiabilité des anticipations [March et Shapira (1987)].

### **I.1. La problématique du financement des programmes d'investissement**

Dans leurs travaux sur le coût du capital et la théorie de l'investissement, Modigliani et Miller (1958) ont montré qu'en l'absence d'imperfections sur le marché, les opérations de couverture seraient sans intérêt puisqu'elles ne se traduiraient, ni par une augmentation, ni par une diminution de la valeur de l'entreprise. Ils concluent ainsi que le recours à la gestion des risques se justifie par l'existence de variables réelles et imprévisibles pouvant se traduire par des crises financières et par des financements externes coûteux.

Dans le même sens, Smith (1994) note que la non-linéarité (ou plus précisément la convexité ou la concavité) de la courbe d'intérêt incite à adopter des stratégies de couverture.

Inversement, la magnitude des taux de dépôts et d'épargne rend ces opérations sans intérêt [Graham et Smith (1997)].

En se basant sur cette logique de discontinuité, Kuldman (1997) montre que le risque d'avoir un besoin de financement urgent peut menacer, au même titre que la hausse des taux d'intérêt, la vie de l'entreprise et rend optimal l'adoption de stratégies de couverture. Les justifications les plus récentes de la gestion des risques portent sur les contraintes liées au recours au financement externe conduisant les firmes à sous-évaluer leurs décisions d'investissements. En effet, et d'une manière plus générale, l'approvisionnement en fonds générés en interne ne coïncide pas systématiquement avec le besoin de financement : soit, on est en présence d'un excès de liquidité, soit d'une pénurie de liquidité. Ce déséquilibre rend inévitable le recours au financement externe. Le caractère coûteux de ces financements influe sensiblement sur le niveau optimal des investissements de l'entreprise.

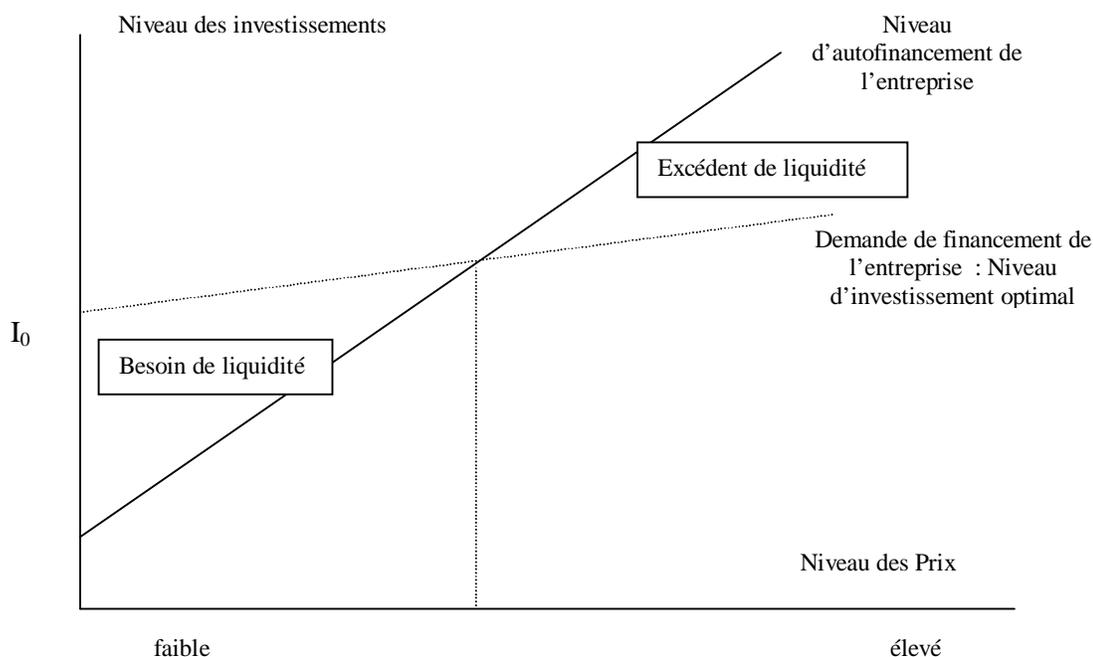
Selon Froot, Scharfstein et Stein, plusieurs raisons peuvent expliquer le coût élevé des financements externes. La première trouve son origine dans les conséquences liées aux faillites et aux crises financières, qui engendrent des coûts directs (frais judiciaires) ainsi que des coûts indirects (réduction de la compétitivité, baisse de la crédibilité). La seconde s'explique par l'existence d'asymétrie d'information<sup>3</sup> entre les dirigeants et les investisseurs externes. Dans la mesure où les dirigeants ne sont pas de résiduels demandeurs de fonds, ils sont moins incités à privilégier les intérêts des investisseurs. Enfin, les dirigeants essaient d'accroître leurs marges discrétionnaires en limitant leur dépendance financière vis-à-vis des investisseurs externes. Ainsi, bien que les coûts liés au financement externe ne soient pas directement observables, les dirigeants reconnaissent que le recours au marché financier se traduit par des conséquences économiques significatives.

Godard (1997), Grossman et Hart (1997) soulignent que la plupart de ces coûts résultent des efforts de vérification et de surveillance engagés par les investisseurs externes afin de contrôler et de suivre la rentabilité des capitaux investis. Face au coût élevé de la dette externe, les entreprises vont ainsi, soit fuir complètement le marché, soit opter pour des projets au-dessous du niveau d'investissement optimal. Les mêmes auteurs rajoutent que seule l'adoption d'une politique de gestion des risques dont la mise en œuvre est supposée être sans coûts notoires, permet d'éviter ces coûts.

## **I. 2. La couverture des cash flows comme alternative au recours aux financements externes**

Les principes de base du concept de couverture des cash flows internes peuvent être recherchés dans les travaux de Froot, Scharfstein, et Stein (1994). Ces derniers montrent que ce concept permet de réduire les déséquilibres financiers et d'éviter ainsi les coûts élevés d'un approvisionnement sur le marché financier. En cherchant à assurer une adéquation permanente entre la capacité d'autofinancement de l'entreprise et sa demande optimale d'investissements, les stratégies de couverture des cash-flows permettent de mieux gérer les besoins et les excédents de liquidité. En d'autres termes, ce nouveau concept permet aux dirigeants de transférer des fonds de situations à capacité excédentaire à d'autres ayant un besoin de financement.

L'exemple de l'entreprise « alpha » (figure 1, P. 6) traduit parfaitement les mécanismes de fonctionnement ainsi que l'intérêt de ce concept. L'approvisionnement de cette entreprise en fonds internes (la ligne fine) correspond à leurs cash-flows dégagés par les activités d'exploitation, qui sont positivement liés au prix de la production vendue. La demande optimale de l'entreprise en fonds (la ligne en pointillé) représente le niveau d'investissement espéré, qui est aussi une fonction positive de l'état du marché. Toutefois, même si le besoin et l'autofinancement sont positivement corrélés au prix sur le marché, leurs montants ne sont pas forcément égaux.



**Figure 1 : Discordance entre la capacité d'autofinancement et le niveau optimal d'investissement : Cas de l'entreprise « Alpha ».**

En absence d'une stratégie de gestion des risques, les dirigeants de l'entreprise «alpha» disposeraient d'un excès de liquidités quand les prix augmentent, et seraient en situation de besoins de liquidité en cas de baisse. Dans ce dernier cas, les dirigeants préféreraient prendre une décision d'investissement sous-optimale plutôt que de recourir aux marchés des capitaux pour consolider le développement de l'entreprise. L'aversion des dirigeants vis-à-vis des financements externes s'explique par le niveau élevé des coûts supportés. En effet, l'existence d'asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs donne lieu souvent à une prime de risque qui vient augmenter le coût de la dette [Hellwig (1989)].

Selon Godard (1997) puis Grossman et Hart (1997), l'évitement des coûts élevés des financements externes passe par l'adoption d'une stratégie de couverture. Ainsi, les dirigeants définissent un planning de cash-flows disponibles permettant de croiser les besoins et les disponibilités de liquidité et prenant en compte le coût ainsi que le bénéfice marginal d'un dollar supplémentaire d'investissement. Ils conservent ainsi le « supplément » de cash-flows, non dépensé dans le cas d'une hausse des prix, pour une éventuelle baisse. Dès lors, ils ne sont plus incités à «sur-dépenser» quand ils disposent d'excédents de liquidité. Cette conclusion est partagée par Stulz (1994), qui affirme que la réduction de la volatilité (et simultanément l'accroissement de la dette) peut réduire la valeur de l'entreprise lorsque les

dirigeants ont tendance à sur-investir. Ce faisant, le management des risques permet aussi d'éliminer involontairement les problèmes potentiels d'agence en privant les dirigeants de dépenser imprudemment les ressources.

## **II. Stratégies de couverture et faillite du contrôle externe : une possible accentuation des coûts d'agence**

Si les avantages offerts par le management des risques ne sont plus à démontrer, ses éventuels inconvénients ne sont pas encore complètement identifiés. En effet, il y a eu très peu de recherches sur les coûts potentiels d'un tel concept [Lowstein (1991) ; Baldoni (1998)]. En l'absence d'un véritable contrôle externe, les dirigeants peuvent utiliser ces stratégies pour satisfaire des intérêts personnels au dépens de ceux des actionnaires. L'indépendance financière vis-à-vis d'un organe de contrôle (investisseurs, banques, etc.) peut les inciter à développer des projets sans valeur ajoutée dans le seul but d'améliorer leur carrière professionnelle [Jensen (1993)].

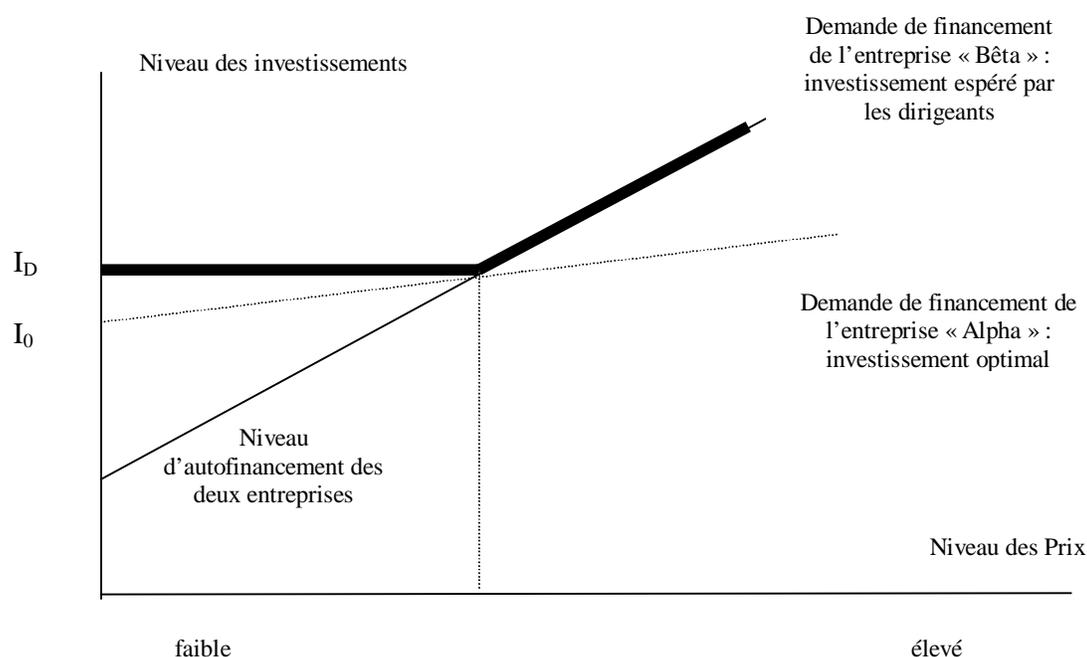
### **II.1. Actionnaires et dirigeants : des intérêts souvent divergents**

Malgré l'engouement manifesté pour le concept du management des risques, certains auteurs n'avaient pas manqué de rappeler les effets inattendus de cette nouvelle branche [Hart et Moore (1996) ; Bhide (1994) ; Hill et Shell (1988)]. Ces acteurs s'accordent pour affirmer que les techniques de couverture, bien qu'elles améliorent la richesse des actionnaires, peuvent également être utilisées par les dirigeants pour satisfaire leurs propres besoins et pour maximiser des intérêts personnels [Bhide (1994)]. Plusieurs travaux empiriques<sup>4</sup> soutiennent l'hypothèse selon laquelle le choix d'une gestion globale des risques est dicté par la volonté des dirigeants de réussir leurs carrières professionnelles. Attirés par une reconnaissance sur le marché du travail, certains dirigeants préfèrent se couvrir contre les risques et éviter ainsi toute source d'incertitude.

D'autres recherches ont essayé de comprendre en quoi la forme ou la nature de la compensation inciterait les dirigeants à se couvrir pour améliorer la valeur de la firme. Godard (1997) et Grossman et Hart (1997) montrent que la nature des contrats de compensation tend à inciter les dirigeants à arbitrer en faveur des stratégies de couverture. En effet, en améliorant la valeur patrimoniale de l'entreprise, ils assurent également leur réussite personnelle. Dès lors, l'amélioration des résultats de l'entreprise peut constituer une véritable discipline exercée sur les dirigeants.

Toutefois, pour mieux comprendre la problématique de la relation entre le choix d'adopter une stratégie de management des risques et les intentions des dirigeants, il est indispensable de revenir sur le concept de la firme managériale tel que développé par Berle et Means (1932). En séparant les fonctions de propriété et de décision, ces auteurs montrent que les dirigeants sont censés poursuivre d'autres objectifs que la maximisation de la valeur des actionnaires. Cette divergence impliquerait alors la rupture entre la fonction sociale de la propriété privée et l'allocation optimale des ressources et donnerait lieu à l'accroissement des coûts d'agence [Williamson (1964) ; Charreaux (1991) ; Coriat et Weinstein (1995)].

Les manifestations de cette rupture peuvent être concrétisées par le cas de l'entreprise « Bêta ». Contrairement aux dirigeants de l'entreprise « Alpha », qui servent les intérêts de leurs actionnaires, ceux de l'entreprise « Bêta », cherchent plutôt à satisfaire leurs intérêts personnels.



**Figure 2 : Politiques d'investissement optimales et espérées : comparaison entre les comportements des entreprises « Alpha » et « Bêta ».**

Contrairement à l'entreprise « alpha », la demande de financement de l'entreprise « Bêta », traduisant les perspectives d'investissement souhaitées par ses dirigeants, est différente du niveau optimal. Dans cette entreprise, les dirigeants préfèrent investir toute la capacité excédentaire de liquidité pour développer les activités<sup>5</sup> quel que soit le niveau des prix sur le marché (hausse ou baisse). La poursuite de ces programmes est d'autant plus attractive que la croissance des actifs demeure toujours sous leur contrôle.

En effet, en achetant par avance une option «put<sup>6</sup> » sur le prix des produits, les dirigeants se protègent contre tout déséquilibre entre la capacité et le besoin de financement de l'entreprise. Se faisant, ils aligneraient parfaitement la combinaison des fonds internes de l'entreprise plus les gains générés par l'option avec la demande de financement nécessaire à la poursuite du programme d'investissement espéré. La couverture garantit aux dirigeants de l'entreprise «Bêta» suffisamment de liquidité pour poursuivre leur politique d'investissement, un programme beaucoup plus ambitieux que le programme optimal de l'entreprise «Alpha». Dans le même temps, les actionnaires de l'entreprise «Bêta» auraient préféré réviser le programme d'investissement des dirigeants, notamment en dégageant les liquidités<sup>7</sup>. Dans cette situation de divergence d'intérêts, le management des risques, en assurant l'indépendance financière des dirigeants, accentue les coûts d'agence.

## **II.2. La faiblesse des mécanismes de contrôle externe**

Dans ses travaux sur les stratégies de couverture, Bhide (1994) montre que la faiblesse de la discipline exercée par le marché externe constitue l'un des coûts les plus significatifs de ces opérations. N'ayant plus à justifier d'une solvabilité financière irréprochable, ni à prouver la pertinence des projets aux investisseurs externes, les dirigeants disposent de tous les droits de décision pour poursuivre leurs politiques d'investissement.

En effet, en assurant une indépendance financière, les stratégies de couverture confèrent à la gestion des dirigeants un caractère plus confortable et prévisible et privent les actionnaires de l'entreprise «Bêta» d'un ensemble de partenaires financiers externes. C'est cet isolement qui fonde les critiques des partisans du recours aux intermédiaires financiers qui considèrent que la dépendance vis-à-vis de ressources externes exerce une pression sur les dirigeants les obligeant à améliorer continuellement leurs gestions [Hill et Shell (1988) ; Charreaux (1991)]. En effet, la source de financement des projets affecte sensiblement les décisions ainsi que l'évaluation qui en est faite. Seward (1990) montre que le recours aux financements externes réduit le risque qu'une firme s'engage dans un comportement opportuniste. L'exercice d'un

droit de contrôle et de surveillance permet de remédier à la faillite des clauses contractuelles entre dirigeants et investisseurs [Stiglitz (1985) ; Myers et Majluf (1984)].

Dans le cas de l'entreprise « Béta », le choix d'une autre source de financement aurait obligé les dirigeants à justifier des raisons du maintien de tels programmes d'investissements au-delà du niveau optimal. La participation d'un organe externe à la prise de décision constitue ainsi une garantie supplémentaire pour les actionnaires.

L'importance de la discipline exercée par les financements externes est largement soulignée dans les travaux de Hart et Moore (1996). Dans leurs modèles, ces auteurs considèrent deux hypothèses. La première suppose que les dirigeants sont censés maximiser leur utilité. La deuxième suppose que les investisseurs externes n'acceptent de financer un projet qu'en contrepartie d'un rendement prévisible élevé. Pour mieux comprendre ce modèle, nous considérons l'exemple d'une entreprise qui dispose à  $t = 0$  d'un actif qui peut générer 100 F ou 900 F avec des probabilités identiques. Les dirigeants de l'entreprise peuvent opter pour l'achat d'un « swap » qui garantirait un cash-flow de 500 F. A  $t = 1$ , une opportunité d'investissement se présente à l'entreprise nécessitant un capital de 500 F, avec un retour sur investissement supplémentaire de 5%. Si les dirigeants n'arrivent pas à rassembler les 500 F, ils pourront simplement investir dans des projets qui généreront un retour excédentaire de 0 %. Inversement, s'ils disposent d'un capital supérieur à celui requis, ils n'auront pas de rendement supplémentaire au-delà des 500 F investis.

A  $t = 1$ , si l'entreprise ne peut pas totalement autofinancer le projet, elle peut toujours recourir aux investisseurs externes en leur promettant un retour sur investissement de 8 %. Or, ces investisseurs n'accepteraient de financer le projet que s'ils sont certains de la capacité de l'entreprise, à  $t = 2$ , à rembourser l'intégralité de la dette plus le retour sur capital.

Quels seraient les réactions et les comportements des dirigeants dans les deux entreprises «Alpha» et «Bêta» ? Dans le premier cas, les dirigeants sont censés sauvegarder les intérêts des actionnaires, à savoir investir, se financer et couvrir les décisions pour maximiser leur valeur. Dans la seconde entreprise, les dirigeants chercheraient à maximiser leurs intérêts privés, en investissant toujours davantage<sup>8</sup>. En effet, les fonds investis dans les projets sont complètement sous le contrôle des dirigeants qui peuvent utiliser une partie de la valeur générée à des fins personnelles. Cette attitude discrétionnaire<sup>9</sup> survient, en général, antérieurement à  $t = 2$  et peut être estimée dans certains cas à 20 % des fonds investis. Ainsi, si le projet est complètement consolidé (500 F), le dirigeant consommera personnellement 100 F du cash-flow final du projet avant de distribuer le reste aux actionnaires. Le tableau 1

représente les résultats d'une telle politique d'investissement selon les comportements des dirigeants des entreprises « Alpha » et « Bêta ». L'entreprise « Alpha » est seulement confrontée au coût élevé des financements externes, et pour ses dirigeants, la maximisation de la valeur des actionnaires passe par l'adoption d'une stratégie de couverture qui réduirait les coûts des financements externes. Parallèlement, l'entreprise « Bêta » est confrontée également à la divergence des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

	Entreprise «Alpha »			Entreprise «Bêta»		
	Haut	Bas	Espéré	Haut	Bas	Espéré
Actionnaires						
Couverture (a)	525 F	525	525	420	420	420
Non-couverture (b)	925	93	509	820	93	456,5
Préférence			couverture			Non-couverture
Dirigeants	Les choix sont alignés avec ceux des actionnaires (c).					
Couverture (a)				105	105	105
Non-couverture (b)				105	0	52,5
Préférence	Couverture					Couverture

- (a) S'il y a couverture, les 500 F investis généreront 525 F. Pour l'entreprise «Bêta», les dirigeants s'approprient 20 % de la valeur totale du projet et les actionnaires s'emparent du reliquat.
- (b) S'il n'y a pas eu de couverture et si le cash-flow à t=1 est élevé, alors l'entreprise investit les 500 F et gagne 525 F. Le solde des 925 F gagnés sera investi dans des projets rapportant 0 % de rendements additionnels. Dans l'entreprise «Alpha», les actionnaires récupèrent ces gains ; en revanche, dans l'entreprise «Bêta», les dirigeants s'approprient 20 % de la valeur totale du projet (ou 105 F) et distribue le reliquat aux actionnaires. Pour l'entreprise «Alpha», si le cash-flow en t=1 est bas (100 F), les 400 F restants seront cherchés sur le marché de capitaux. Le projet générera 525 F, le marché de capital récupérera les 400 F plus les 8 % exigés pour laisser aux actionnaires le montant de 93 F. En revanche, le marché de capitaux refusera de financer l'entreprise «Bêta» parce qu'il ne lui reste en définitif que 420 F (après déduction des 20 % des dirigeants) alors que le minimum exigé est de 432 F. Dans ce cas, les dirigeants ne peuvent s'approprier de bénéfice puisque le projet n'aura pas lieu.
- (c) Dans l'entreprise «Alpha », les incitations et les motivations des dirigeants sont alignées sur celles des actionnaires. La rémunération des dirigeants en fonction de l'accroissement de la valeur de l'entreprise peut être un facteur incitant à la maximisation de la valeur des actionnaires.

**Tableau 1 : Les rendements et les rémunérations des actionnaires et des dirigeants en présence de stratégies de couverture ou non.**

### III. Stratégies de couverture ou financement externe : un choix difficile

Les résultats du modèle de Hart et Moore (1996) montrent que nous ne pouvons pas trancher d'une manière définitive en faveur d'une source de financement. En effet, le choix dépend d'un ensemble de trois paramètres : le risque initial du projet (ses rendements selon les différents états de nature (haut ou bas), ainsi que les probabilités de ces états), le coût élevé lié au recours au financement externe (D), et enfin la nature des conflits d'agence représentée par

la fraction de la valeur du projet complet appropriée par les dirigeants sous forme de bénéfices privés (B).

### **III. 1. Les stratégies de couverture : vers un élargissement des marges de manœuvres des dirigeants**

Plusieurs travaux et recherches sur le management des risques [Grossman et Hart (1997) ; Kuldman (1997) ; Tufano (1996)] ont largement signalé la préférence des dirigeants pour l'adoption des stratégies de couverture. Ces auteurs montrent que, face à la mutation de l'environnement, les dirigeants essaient de s'entourer d'outils et techniques capables de les assister dans la gestion des projets [Maynard (1999)]. Deux raisons peuvent expliquer cette attitude. La première explication est liée à la volonté des dirigeants de profiter de la réussite de l'entreprise. En effet, Godard (1997) montre que l'amélioration des résultats de l'entreprise a des incidences positives sur la réussite personnelle des dirigeants (niveau de rémunération, reconnaissance sur le marché du travail, etc.). Ces derniers voient dans la renommée et la crédibilité de l'entreprise une sorte de compensation à leurs efforts. Ce constat confirme la thèse selon laquelle la nature des contrats de compensation tend à inciter les dirigeants à adopter des stratégies d'arbitrage lorsque la valeur à générer est plus élevée. La deuxième explication concerne la réduction des ressources budgétaires allouées aux dirigeants. En plus de l'accentuation de l'incertitude et de la concurrence, les dirigeants se voient assigner des objectifs de plus en plus élevés avec des moyens de plus en plus réduits. Pour cela, ils essaient de recourir aux opérations de couverture pour bénéficier de leurs éventuels bonus et pour recueillir la satisfaction de leurs supérieurs<sup>10</sup>. Dans cette optique, l'adoption de programmes et de politiques de management de risque est désormais un atout pour l'avancement des carrières surtout dans les grandes organisations. Dans cette perspective, la théorie financière demeure un moyen de sécurité pour la gestion de l'entreprise mais aussi un facteur d'opportunisme pour les dirigeants. Dans la mesure où la valeur créée pour les actionnaires est supérieure aux coûts de transaction, le management des risques demeure toujours bénéfique pour l'entreprise.

Cependant, ce processus devient une menace pour la vie de l'entreprise lorsqu'il permet de soutenir des décisions d'investissement contraires à la logique financière. En effet, conscients que la couverture des cash-flows les dispense de se justifier devant un banquier ou un investisseur externe, les dirigeants auront tendance à recourir plus souvent à la couverture avec toutes les conséquences qui en découlent. Il n'en demeure pas moins que Froot, Scharfstein et Stein (1996) réfutent ce constat et considèrent cette réaction comme celle d'un

agent voulant maximiser la valeur de ses actionnaires, en minimisant les coûts élevés du contrôle imposé par les banquiers.

### **III. 2. Les stratégies de couverture : le risque d'un accroissement de la latitude discrétionnaire**

L'essence des craintes formulées par les actionnaires est que le management des risques peut cultiver un climat de passivité en affaiblissant le poids de la discipline exercée par les marchés financiers. En effet, lorsqu'une entreprise emprunte auprès d'un établissement financier, émet un titre ou vend des actions, le fournisseur des fonds est amené à la contrôler a priori. En revanche, pour certaines transactions d'option, telles que l'achat d'un « put » par une entreprise, c'est plutôt cette dernière qui a intérêt à contrôler la solvabilité du vendeur. Ainsi, si une entreprise achète un « put » sur le prix d'un produit ou d'une matière première, elle paie immédiatement, et le négociant a la responsabilité de livrer ultérieurement. Etant détenteurs de responsabilités, le négociant ne se préoccupe guère de la crédibilité de l'entreprise acheteuse. Les seuls contrôles possibles sont ceux exercés quotidiennement par le marché à terme pour faciliter les opérations de compensation et de dénouement des contrats<sup>13</sup>.

Devant l'absence de contrôle au préalable et la faillite des mécanismes de pressions, certains actionnaires redoutent l'accroissement de la latitude discrétionnaire des dirigeants. L'expérience récente des entreprises de l'industrie minière prouve l'actualité de ce phénomène. En effet en 1997, le prix de l'or atteignait un niveau historiquement bas, et nombreux miniers avaient réduit leurs opérations de production ou avaient fermé, partiellement, leurs usines<sup>11</sup>. Dans le même temps, certaines entreprises couvertes, plutôt que de réduire l'activité et régler leurs contrats financiers, avaient continué l'exploitation malgré le niveau élevé des coûts de production. Dans un contexte de chute des prix (5\$), l'achat d'un contrat de couverture garantissant un prix de 7\$, quelles que soient les conditions du marché, a permis à ces entreprises d'éviter une faillite probable. Avec un coût de revient de 6\$, les dirigeants peuvent continuer à miner leurs propres or, le vendre à 7\$, et dégager un profit.

Or, Nicholls (1997) montre que les actionnaires de ces entreprises ne peuvent pas cautionner une telle attitude des dirigeants. Ils estiment que les produits dérivés ne doivent pas cacher la réalité et qu'une entreprise non rentable doit fermer.

Sans considérer les effets sociaux d'une telle fermeture, la position des actionnaires peut trouver une légitimité dans la pratique. En effet, l'entreprise pourrait gagner plus en fermant ses mines, en achetant l'or au prix marchand, et en utilisant les recettes pour le règlement des

contrats de couverture. Or, cette décision est bien évidemment moins acceptable par les responsables, qui préfèrent continuer l'exploitation même avec un résultat moindre.

### **III.3. Le choix de la politique de financement : un compromis difficilement conciliable**

Malgré les éventuelles interrogations et critiques qu'il suscite, le management des risques demeure un moyen efficace pour garantir la pérennité de l'entreprise. Dans un contexte de crise, il offre aux dirigeants d'autres voies alternatives pour minimiser les sources d'incertitude. En effet, si les asymétries d'information sont élevées, la courbe d'intérêt est convexe et les problèmes d'agence sont négligeables, alors les bénéfices de la gestion des risques dépassent vraisemblablement ses coûts potentiels. Dirigeants et actionnaires doivent opter consciemment pour la gestion et la couverture des risques plutôt que de les ignorer ou simplement les accepter.

En présence de conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, le coût potentiel lié à la faiblesse des mécanismes des marchés peut inverser la tendance contre la gestion des risques. Le niveau de ces coûts peut dépasser dans certains cas les avantages tirés de la gestion des risques. L'accroissement de l'espace discrétionnaire des dirigeants peut se répercuter sur l'exécution des clauses contractuelles et donner lieu ainsi à la naissance d'un climat fécond aux conflits d'agence. Cette divergence peut se manifester sous différents aspects : surévaluation des budgets, développement de projets sans valeur ajoutée pour les actionnaires, appropriation de bénéfices personnels, etc.

D'une manière plus générale, le choix de la source de financement est fonction de la nature des asymétries d'information, de la relation d'agence, du niveau technologique du projet et de la volatilité du cash-flow actuel de l'entreprise. Ainsi, si le coût de financement externe est élevé et les conflits d'agence sont faibles, alors la logique de couverture s'impose. En cas d'impossibilité de trouver un contrat de couverture, les dirigeants s'efforcent de réduire les coûts élevés des financements externes ou d'annuler les projets sans réelle valeur ajoutée. Cependant, lorsque les conflits d'agence tendent à s'accroître, les actionnaires préfèrent invoquer le rôle de régulation joué par le marché des capitaux [Jensen (1993)]. En dépit du coût élevé des financements externes, ce choix devient indispensable lorsque le bénéfice privé approprié par les dirigeants est supérieur au rendement brut du projet.

## **CONCLUSION**

La théorie financière nous enseigne que la gestion et la couverture des risques offrent aux dirigeants les moyens pour maximiser la valeur des actionnaires. En garantissant un financement quelles que soient les conditions du marché, les techniques de couverture des cash flows permettent aux entreprises d'exploiter toutes leurs perspectives de développement, d'éviter le coût élevé des financements externes et de mettre en œuvre ses plans d'investissements prévisionnels. Le développement rapide du marché des produits dérivés est révélateur de l'intérêt porté à ces techniques. Toutefois, comme toutes les innovations, ces stratégies peuvent parfois être utilisées incorrectement ou exagérément, générant ainsi des coûts élevés. Une des critiques de ces stratégies c'est qu'elles suppriment les mécanismes de contrôle exercé sur la gestion des dirigeants. La faillite du contrôle externe devient un problème majeur en cas de présence de conflits d'intérêts. En effet, la couverture des cash flows peut, contrairement au marché financier, cautionner des programmes d'investissement sans valeur ajoutée pour l'entreprise. Dans ces conditions, le recours au financement externe pour bénéficier du rôle disciplinaire du marché paraît plus judicieux.

Toutefois, affirmer que l'utilisation des stratégies de couverture se traduit systématiquement par l'appropriation par les dirigeants d'un profit personnel paraît non fondé. Plus encore, conclure à la suprématie des financements externes, à cause de leur rôle disciplinaire, semble être très simpliste. En effet, plusieurs éléments tels que la volatilité des cash flows internes, les opportunités d'investissement, l'approbation des plans d'investissements prévisionnels, le processus de prise des décisions d'investissement ou encore les coûts des contrats et des options à termes, sont de nature à influencer sur le choix des mécanismes de financement. Ce choix est d'autant plus difficile que certaines études montrent qu'une couverture totale (100 %) n'est pas optimale pour l'entreprise et que certains opérateurs peuvent s'avérer insolubles.

## **RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES**

- A. Berle et G. Means (1932) : « The modern corporation and private property », New York, MacMillan.
- A. Bhidé (1994) : « Efficient markets, deficient governance », Harvard Business Review, november-december, p. 128-140.
- A. Chippori (1998) : « L'analyse du risque et l'asymétrie d'information », Encyclopédie des marchés financiers, Economica.

- A. Schleifer et R.W. Vishny (1996) : « A survey of corporate governance », National Bureau of Economic Research, Working Paper, n° 5554, 79p.
- A.C Williams et R.M. Heins (1985) : “Risk management and Insurance”, 6<sup>ème</sup> Edition, N Y, McGraw Hill.
- B. Coriat et O. Weinstein (1995) : « Les nouvelles théories de l’entreprise », Le livre de poche, 218p.
- C. Hill et S. Shell (1988) « External control, corporate strategy and firm performance » in research intensive industrial, strategy management journal, 9, p. 577-590.
- C. Smith (1994) : « The new corporate philanthropic », Harvard Business Review, may-june, p. 105-120.
- C. Smith et J. Graham (1997) : « A transaction cost approach to the theory of financial intermediation », The journal of finance, may.
- D. R. Lessard (1991) : « Finance and global competition : Exploiting financial scope », Harvard Business School Press.
- D.G. McNeil (1997) : « Gold Prices Plunge and a Nation Quakes », New York Times, July 10.
- E.F Fama and M. Jensen (1983) : « Separation of ownership and control », Journal of Law and Economy, vol 26, p. 301-325.
- E.F. Fama (1980) : « Agency problems and the theory of the firm », Journal of Political Economy, vol 88, p. 288-307.
- F. Allen (1994) : « Strategic management and financial markets », Strategic management journal, Special Issue, p. 11-22.
- F. Modigliani and H.M. Miller (1958) : « The cost of capital, corporate finance and the theory of investment », American Economic Review, 48, p. 261-297.
- G. Charreaux (1991) : « Structure de propriété, relation d’agence et performance financière », Revue économique.
- G.R. Maynard (1999) : « Embracing risk », The Internal Auditor, Springs.
- H. Kuldman (1997) : « Hedg or not hegde », Risk Magazine, June, p. 56-67.
- Hart and Moore (1993) : « Proprety of the firm and the nature of the firm », Journal of Political Economy, vol 89, p. 1119-1158.
- J.E Stiglitz (1985) : « Credit market and the control of capital », Journal of money, credit and banking, 17, n° 3, p. 133-152.
- J.E. Stiglitz (1974) : « On the irrelevance of corporate financial policy », American Economic Review, 64, p. 851-866.

- J.G. March et Z. Shapira (1987) : “Les managers face au risque”, *Management Science*, Vol. 33.
- J. K. Seward (1990) : « Corporate financial policy and the theory of financial intermediation », *Journal of Finance*, 45, n° 2, p. 351-377.
- K Froot, J.C. Stein (1998) : « Risk management, capital budgeting, and capital structure policy for financial institutions: an integrated approach », *Journal of Financial Economics*, January (47/1), p. 55-89.
- K. Froot, D.S. Scharfstein and J.C. Stein (1994) : « A framework for risk management », *Harvard Business Review*, november-december, p. 94-104.
- K. Froot, D.S. Scharfstein, J.C. Stein (1993) : « Coordinating corporate investment and financing policies », *Journal of finance*, vol 48, p. 16-29.
- L. Godard (1997) : « Conseil d’administration, systèmes de contrôle et d’incitation des dirigeants et stratégie des entreprises », in G. Charreaux, *Le Gouvernement des entreprises*, *Economica*, p. 211-240.
- L. Lank et R. Stulz (1996) : « Tobin’s corporate diversification and firm performance », *Journal of political economy* (102) 6, p. 1248-1280.
- L. Lowenstein (1991) : « Why managers should (and not should) have respect for their shareholders », *Journal of Corporate Law*, 17, p. 1-27.
- O.E. Williamson (1964) : « The economics of discretionary behavior : Managerial objectives in a theory of the firm », Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- M. Albouy (1996) : « Peut-on réconcilier les dirigeants des entreprises avec les marchés financiers ? », *Revue française de gestion*, n° 111, p. 94-101.
- M. Jensen (1993) : « The modern Industrial Revolution, Exit and The failure of Internal Control System », *Journal of Finance*, vol 48, p. 831-880.
- M. Nicholls (1997) : « Reality Strikes Gold Miners », *Risk Magazine*, September, p. 7-17.
- M.F. Hellwig (1989) : « Assymmetric information, financial market and financial institution », *European Economic Review*, 71, p. 155-170.
- P. Bernstein (1996) : « The new religion of risk management », *Harvard Business Review*, march-april, p.47-134.
- P. Tufano (1996) : « Competition and change in the mutual fund industrial », in S.L. Hays III (ed), *Financial Services*, Boston, Harvard Business School Press.
- R.J. Baldoni (1998) : « The best practice approach of risk management », *TMA Journal*, January-February, vol 18, p. 30-34.

- S. Bacha (1996) : « Les nouveaux instruments financiers : leurs apports à la gestion et les difficultés comptables et fiscales de leur utilisation », Mémoire de DEA, IAE de Nice, 78p.
- S. Fazzani, R.G. Hubbard et B. Peterson (1988) : « Financing constraints and corporate investment », *Brooking papers on Economic activity*, n° 1, 141p.
- S. Grossman et O. Hart (1986) : « The costs and benefits of ownership : A theory of vertical and lateral integration », *Journal of Political Economy*, vol 94, p. 691-719.
- S.C. Myers et N. Majluf (1984) : « Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have », *Journal of financial economics*, 13, p. 187-221.
- T. Luehrman (1998) : « Investment opportunities as real options getting started on the numbers », *Harvard Business Review*, July-August, p. 51-78.
- T.G. Labercque (1998) : « Risk management : the experience of a institution », *Economic Policy Review*, octobre, vol 4, p. 237-240.
- W. Donaldson (1966) : « Basic Business Finance : Text and Cases », Homewood III, R.D. Irwin, 1016p.

#### **NOTES DE BAS DE PAGE**

- 1 J. O'Neil (1999) : « Internal audit best practices defined, *The Internal Audit*, Altamonte », Springs, p. 25-32.
- 2 Se référer aux travaux de Lowestein (1991), Labercque (1998) et Baldoni (1998).
- 3 A. Chippori (1998) : « L'analyse du risque et l'asymétrie d'information », *Encyclopédie des marchés financiers*, *Economica*.
- 4 Voir les études empiriques dans les entreprises d'extraction minières et les établissements bancaires menées respectivement par Nicholls (1997), Tufano (1996). Ces études montrent qu'il existe une relation entre les compensations managériales et les choix de la gestion globale des risques. D'autres recherches, notamment Kuldman (1997), montrent l'inexistence de relation directe entre l'extension de l'utilisation des produits dérivés de couverture et l'amélioration de la valeur des actionnaires.
- 5 Jensen (1993) met en évidence la susceptibilité des dirigeants des grandes firmes au phénomène de « downsizing », manifestée notamment dans le cas de l'industrie américaine, et ajoute que certains investissements altèrent la richesse des actionnaires. Ces constatations confirment que la politique d'investissement de l'entreprise «Bêta» reflète parfaitement le changement des comportements des dirigeants.

6 Le contrat « put » ou option de vente acquiert à son détenteur le droit, mais pas l'obligation, de vendre un contrat notionnel à un prix fixé par avance et ceci jusqu'à une date fixée dans le contrat. En achetant une option de vente sur les prix, les dirigeants sont certains de trouver un acquéreur de leurs produits.

7 Les difficultés rencontrées par les entreprises, qui essayent volontairement de dégorger leurs liquidités, de revenir sur leurs décisions d'investissement ou de laisser en dehors de leurs champs de compétences certaines activités, sont largement relatées par Stiglitz (1974), Fazzani, Hubbard et Peterson (1988), Schleifer et Vishny (1996).

8 La volonté des dirigeants à investir en permanence s'explique facilement par le fait qu'un capital disponible mais non investi ne leur procure aucune valeur ajoutée : reconnaissance sur le marché du travail par exemple (Albouy 1996). D'une manière plus générale, les bénéfices managériaux issus de la direction de plusieurs projets sont supérieurs à ceux associés à la gestion de projets dont la survie est compromise ou remise en cause.

9 Comme le souligne Vuchot et Howell (1995), la recherche de bénéfice privé ou personnel par les dirigeants se traduit par un détournement de cash-flows générés par des projets sans valeur ajoutée pour les actionnaires. Pour réduire le degré de risque courus par ces projets (et donc par les actionnaires), il est indispensable que les comportements des dirigeants soient observables et vérifiables.

10 H. Kuldman (1997) : « Hedg or not hegde », Risk Magazine, June, p. 56-67.

11 D.G. McNeil (1997) : « Gold Prices Plunge and a Nation Quakes », New York Times, July, 10.

12 Voir S. Bacha, « Les difficultés comptables des nouveaux instruments financiers », mémoire de DEA, Université de Nice Sophia-Antipolis, 1996.