

Par Gilles Chemla, chargé de recherches au CNRS

Centre de recherche sur la gestion (Cereg), université Paris-Dauphine

La théorie de la finance d'entreprise : où en sommes-nous ?

La théorie de la finance d'entreprise moderne s'est développée autour de deux axes fondamentaux : d'abord les travaux de Fisher datant des années 1930 et établissant, sous certaines conditions

(l'absence de coûts de transaction, d'impôts, de conflits d'intérêts et de problèmes informationnels), d'une part l'optimalité du critère de la valeur actualisée nette (VAN), selon lequel l'entreprise gérée rationnellement doit choisir d'investir dans les projets dont la somme convenablement actualisée des cash-flows est positive et rejeter les autres projets, d'autre part la séparation entre les décisions d'investissement et de financement. Ensuite les travaux de Modigliani et Miller (datant de 1958 et des années 1960 et qui furent essentiels à leur prix Nobel), selon lesquels, sous ces mêmes conditions, la valeur d'une entreprise est indépendante de ses politiques de financement, de dividendes, et de gestion du risque.

Ces résultats sont essentiels sous bien des aspects. En effet, la règle de la VAN constitue une avancée scientifique et pratique incontestable. Enrichie d'outils plus récents (par exemple les taux d'actualisation sont souvent évalués en fonction du risque du projet et du financement de l'entreprise, tenant compte d'environnements plus complexes que ceux étudiés par Fisher), elle et ses variations se sont imposées comme des critères essentiels de choix d'investissements dans les entreprises. Par exemple, alors que les entreprises américaines se reposaient essentiellement sur des méthodes basées sur des ratios comptables pour sélectionner leurs investissements dans les années 1970, à la fin des années 1990 l'écrasante majorité d'entre elles utilisaient des critères basés sur la VAN. De nombreuses zones d'ombre demeurent cependant, en particulier dans le

développement de méthodes tenant compte plus précisément des problèmes posés par les conflits d'intérêts et l'accès privilégié (notamment des dirigeants ou des «insiders») à l'information.

De leur côté, les résultats de Modigliani et Miller (MM) furent d'abord très controversés. Il était difficile d'accepter l'idée que les politiques de financement, de dividendes et de gestion des risques n'avaient aucune importance ! Peu d'observateurs comprirent alors que ces résultats quelque peu ésotériques reposaient sur des hypothèses idéalisées qui pouvaient être relâchées pour étudier des environnements plus réalistes. Si à

De nouveaux travaux, fondés sur une perspective quantitative, visent à améliorer la mesure des divers déterminants des politiques financières des entreprises.

peu près personne ne croit qu'en pratique les politiques de financement, de dividende et de gestion du risque sont sans importance, les chercheurs purent, grâce à ce cadre conceptuel, étudier ces politiques en relâchant les hypothèses de MM. D'abord en considérant le rôle de la politique fiscale, voire des coûts de banqueroute, puis, ces dernières décennies, en prenant en compte les conflits d'intérêts et les différences

d'accès à l'information entre actionnaires, créateurs, dirigeants, et plus récemment employés et même les partenaires commerciaux. Les travaux dans ce domaine, souvent assez dispersés, ont permis d'étudier un grand nombre de problèmes, tels les déterminants de l'endettement ou des émissions d'actions, la conception d'instruments financiers, les manipulations comptables, le gouvernement d'entreprise, ou encore les prises de contrôle. Ces travaux sont présentés avec une cohérence et une mise en perspective uniques dans un nouvel ouvrage de Jean Tirole, qui deviendra certainement un ouvrage de référence¹.

Si l'ouvrage de Tirole n'hésite jamais à mettre l'accent sur des zones d'ombre dans notre compréhension de la finance d'entreprise, il est volontairement muet sur un domaine très récent : celui qui étudie la dynamique d'investissement et de financement des entreprises dans une perspective quantitative. Ce domaine, qui tend à concilier la finance d'entreprise et la finance de marché basée sur l'évaluation d'actifs, doit permettre d'améliorer non seulement l'évaluation des instruments financiers émis par les entreprises, mais aussi la mesure des divers déterminants des politiques financières des entreprises. Tout cela est bien complexe et, si l'on sort de cadres d'analyse idéalisés, on doit le plus souvent recourir à des simulations informatiques pour résoudre ces problèmes. Les mathématiques et les capacités de calcul des ordinateurs n'ont pas fini d'influencer la finance ! ■

1. The Theory of Corporate Finance, Jean Tirole, Princeton University Press (2006).