

La stratégie financière comme mode de la gouvernance et la valeur de l'entreprise : proposition d'un modèle de recherche théorique

Financial strategy as a mode of governance and corporate value : a proposed theoretical research model.

Auteur 1 : BOUZRAZI Mohamed

Auteur 2 : LOULID Adil

BOUZRAZI Mohamed, (Doctorant), Université Hassan II / Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia, Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL)

LOULID Adil, (PES), Université Hassan II / Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Mohammedia, Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL)

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : BOUZRAZI . M & LOULID .A, (2023) « La stratégie financière comme mode de la gouvernance et la valeur de l'entreprise : proposition d'un modèle de recherche théorique », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 20 » pp: 681 – 712.

Date de soumission : Septembre 2023

Date de publication : Octobre 2023



DOI : 10.5281/zenodo.10084369
Copyright © 2023 – ASJ



Résumé :

La stratégie financière constitue la déclinaison financière de la stratégie de l'entreprise. Son objectif ultime est de créer la valeur qui est toujours de débat controversé sur le partage entre « agent » et « principal » comme la théorie d'agence explique. L'objectif de ce papier est de justifier comment la situation conflictuelle de la valeur peut être à l'origine d'un système de gouvernance en besoin de renforcement, d'où la stratégie financière peut présenter une solution meilleure en cherchant d'aligner les intérêts des parties prenantes sur un horizon temporel long-termiste. Sur la base des enquêtes menées par BCG (2017) et McKinsey (2021), les résultats montrent que via l'impact positif de la stratégie financière prioritaire et/ou ciblée sur la performance, respectivement, actionnariale et partenariale, les intérêts des parties prenantes peuvent être alignés à long terme. Ils nous permettent de proposer un modèle théorique traitant la relation stratégie financière & valeur, en élargissant le cadre d'analyse de la gouvernance d'entreprise, et en mobilisant 4 hypothèses : H0, H1, H2, H3.

Mots clés : stratégie financière, théorie d'agence, gouvernance, valeur à long terme

Abstract :

The financial strategy is the financial declination of the company's strategy. Its ultimate objective is to create value which is always of controversial debate on the sharing between "agent" and "principal" as the agency theory explains. The objective of this paper is to justify how the conflicting situation of value can be at the origin of a governance system in need of strengthening, from where the financial strategy can present a better solution by seeking to align the interests of stakeholders on a long-term time horizon. Based on the surveys conducted by BCG (2017) and McKinsey (2021), the results show that through the positive impact of the financial strategy prioritized and/or focused on shareholder and stakeholders' performance, respectively, the interests of stakeholders can be aligned in the long run. They allow us to propose a theoretical model dealing with the relationship between financial strategy and value, by broadening the framework of analysis of corporate governance and by mobilizing 4 hypotheses: H0, H1, H2, H3.

Keywords: financial strategy, agency theory, governance, long-term value

Introduction

D'un point de vue financier, l'objectif d'une entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque. Si cette condition est remplie, la valeur de l'action progressera, dans le cas contraire, elle baissera.

La théorie des marchés à l'équilibre nous enseigne qu'il est difficile de créer durablement de la valeur (P. Vernemmen et al., 2021). En effet, les taux de rentabilité dégagés tendent sur le long terme vers les taux de rentabilité exigés compte tenu des progrès technologiques et de la déréglementation qui réduisent les barrières à l'entrée et les rentes économiques que tout manager doit s'efforcer de bâtir et de défendre même si, tôt ou tard, elles seront laminées. De la même façon, la diversification ou l'endettement ne peuvent créer de valeur pour l'investisseur qui peut, sans coût à son niveau individuel, diversifier son portefeuille ou s'endetter. Enfin, l'exigence de rentabilité de tout investissement est indépendante du portefeuille dans lequel il se situe : la création de valeur ne peut résulter que de synergies industrielles ; les synergies financières n'existent pas.

Cependant, la création de la valeur n'est pas la simple conséquence d'un calcul de rentabilité. Elle a un fondement économique : une rente résultant d'une stratégie qui n'a de sens que pour « griffer » les mécanismes de marché. Le cadre conceptuel de la théorie des marchés à l'équilibre est donc insuffisant pour expliquer le financement d'entreprise, mais il reste un point de départ essentiel, au moins, pour comprendre la stratégie financière selon une approche normative fondamentale.

La théorie de l'agence a été développée pour pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre. Elle remet en cause l'unicité des objectifs des acteurs de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, créanciers) : pour qui on doit créer de la valeur ? Elle montre au contraire que leurs intérêts peuvent diverger et que certaines décisions (l'endettement par exemple) ou certains produits (les actions de performance) ne trouvent les raisons de leur existence que dans l'objectif de faire converger les intérêts des dirigeants vers ceux des actionnaires et/ou de protéger ceux des créanciers (gouvernance d'entreprise).

De sa part, la théorie stratégique de financement nous permet de comprendre comment chaque acteur agit financièrement pour atteindre son propre intérêt, ce qui rend la valeur de l'entreprise en situation conflictuelle. L'horizon temporel long-tremriste prend la stratégie financière

comme chantier durable en laissant au management un certain espace de liberté pour corriger les insuffisances et aligner les intérêts des stakeholders en résolvant donc la situation conflictuelle de la valeur.

Empiriquement, La majorité des travaux s'intéressent aux déterminants de la structure de capital (stocks) pour expliquer la valeur créée. Sont en nombre limité les études qui ont été focalisées sur la politique financière selon l'approche de flux, qui exprime la volonté de l'entreprise à réaliser ses choix financiers pour maximiser sa valeur et ce par le biais de : politique de rachat ou d'émission d'actions, politique d'augmentation ou de réduction de l'endettement, politique mixte associant les fonds propres et l'endettement. Cependant, l'atteinte des choix stratégiques est tributaire du système (interne et/ou externe) de gouvernement et de son état de santé : conflit ou consentement. Par conséquent, la valeur de l'entreprise sera, cette fois-ci, en question.

L'objectif derrière ce papier est de mettre en lumière la situation conflictuelle de la valeur de l'entreprise et de chercher les différents déterminants de la stratégie financière qui peuvent impacter la création de la richesse en réduisant les conflits d'intérêts, tout en essayant de prolonger le cadre d'analyse contemporain dans sa dernière tendance (gouvernance d'entreprise) par les apports des approches de deux cabinets experts en finance et stratégie dans le monde: BCG et McKinsey.

Si la théorie d'agence considère que la valeur créée est dans une situation conflictuelle entre les bailleurs de fonds (mandants) et les dirigeants (mandatés), notre **questionnement** est donc comme suit : ***peut-on considérer la stratégie financière comme mode de la gouvernance d'entreprise en assurant à la fois l'alignement des intérêts des parties prenantes (notamment actionnaires et dirigeants) et l'impact positif sur la valeur de l'entreprise ?***

Pour répondre à ce questionnement, nous allons ventiler la **structure** de notre travail de recherche en deux parties avec trois sections pour chacune :

1. Cadrage conceptuel et théorique de la recherche
 - 1.1. Stratégie financière : concept à multiples facettes
 - 1.2. La place de la valeur de l'entreprise en finance & gouvernance
 - 1.3. Le cadre théorique de la recherche
2. Apport de la stratégie financière sur la valeur de l'entreprise
 - 2.1. Le besoin au renforcement du système de gouvernance
 - 2.2. Méthodologie de recherche
 - 2.3. Discussion des résultats et proposition du modèle de recherche

1. Stratégie financière et valeur de l'entreprise : encadrement conceptuel et théorique

Ouvrir le débat conceptuel et théorique sur deux concepts différents comme "la stratégie financière" et "la valeur de l'entreprise" ne peut être enrichi qu'à travers l'encadrement de la théorie de marché à l'équilibre. Malgré les insuffisances de cette dernière, elle reste une base fertile pour ressortir, au moins, ce lien théorique qui peut rassembler les deux concepts.

1.1.Stratégie financière : concept à multiples facettes

1.1.1. Définition

La stratégie financière est également définie de différentes manières. La stratégie financière peut être définie de manière générale comme une méthodologie interdisciplinaire permettant d'allouer plus efficacement des ressources rares au sein d'une entreprise afin de satisfaire mieux ou plus économiquement les préférences des clients au fil du temps. Selon D. Wędzki (2002), la stratégie financière est le reflet des efforts déployés par les dirigeants pour exécuter la mission de l'entreprise, et ainsi former une image positive de l'entreprise pour les clients et l'ensemble de l'environnement.

A. Tokarski (2006) définit la stratégie financière comme un "ensemble de critères et de procédures soumis à la réalisation de l'objectif stratégique de développement de l'entreprise que les dirigeants utilisent lors de la prise de décision concernant l'acquisition de ressources pour les activités actuelles et de développement et la détermination des directions et des méthodes d'utilisation de ces ressources en tenant compte des opportunités existantes, des limitations et des relations avec l'environnement de l'entreprise". La base des stratégies financières dans les entreprises est la sélection d'une option appropriée de financement de l'opération en tenant compte des opportunités et des menaces qui se présentent sur le marché et l'évaluation appropriée des forces et des faiblesses de cette activité. Un élément important de la stratégie financière est la prise de décisions concernant l'optimisation de la structure du capital et la gestion des actifs.

Comme le suggèrent K. Ward et T. Grundy (1996), la stratégie financière ne doit pas être simplement assimilée à la finance d'entreprise, car elle aborde une série de questions qui relient les marchés financiers et les stratégies concurrentielles. Selon ces auteurs, la stratégie financière doit prendre en compte des questions telles que :

- La nécessité de refléter les attentes et les aspirations des actionnaires, notamment dans la prise de décision stratégique et dans la gestion continue des performances financières. Ceci suggère que l'organisation doit poursuivre des activités et des comportements qui visent

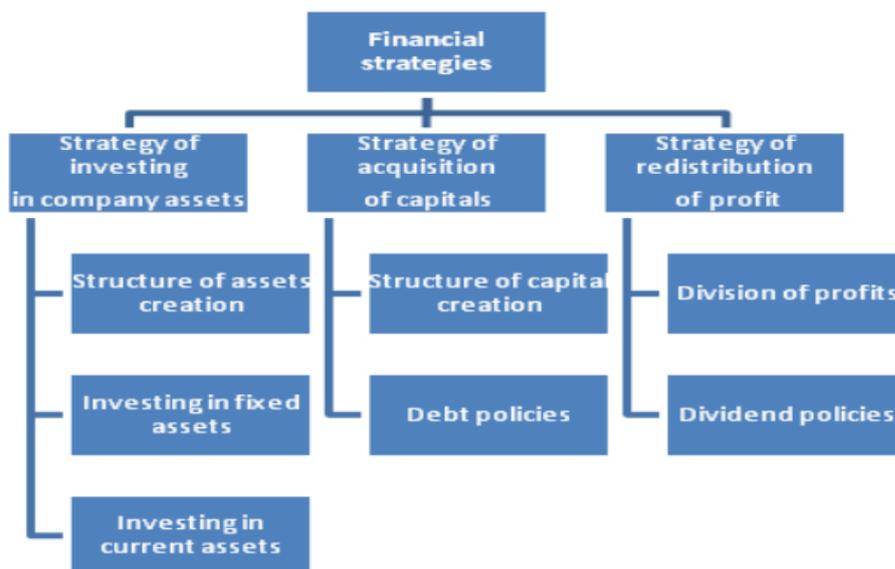
directement à accroître la valeur de l'entreprise. Cela exige que le risque spécifique associé aux différentes options stratégiques soit correctement pris en compte.

- La nécessité pour les plans financiers de refléter les objectifs à court et à long terme - et par conséquent de refléter l'ensemble des ressources nécessaires pour atteindre ces objectifs.
- La nécessité de prendre en compte les effets du cycle de vie. Par exemple, la maturité de l'entreprise peut avoir une incidence sur la structure du capital la plus appropriée, tout comme le niveau de sophistication financière acceptable pour les marchés financiers auprès desquels le financement est obtenu.

La stratégie financière distingue les domaines de décision suivants (voir figure 1) :

- la stratégie d'investissement dans les actifs de l'entreprise,
- stratégie d'acquisition de capitaux (structure du capital, politiques d'endettement),
- stratégie de redistribution des bénéfices (répartition des bénéfices, politiques de dividendes).

Figure 1 : les composantes de la stratégie financière



Source : I.Otola (2010), Page 6

A signaler que l'investissement est l'allocation de capitaux à des opportunités d'investissement concurrentes. Ainsi, la décision de financement vise à déterminer la structure optimale du capital de l'entreprise. Également, la décision relative aux dividendes détermine la proportion des bénéfices versés aux actionnaires et la proportion conservée et réinvestie dans l'entreprise. Si l'on part du principe que l'objectif est de maximiser la valeur pour les actionnaires, l'entreprise doit s'efforcer d'obtenir une combinaison optimale de ces trois décisions interdépendantes, résolues conjointement.

1.1.2. ... de la Stratégie de développement de l'entreprise

En finance d'entreprise, la stratégie financière doit répondre à trois principes fondamentaux :

- Un principe **d'investissement**, l'opération d'investissement en actifs ne se justifiant que si l'entreprise escompte une rentabilité des capitaux supérieure à leurs coûts, cumulé à un minimum de rentabilité acceptable
- Un principe **de financement** impliquant un équilibre entre le financement par fonds propres et le recours à l'endettement et donc la maximisation de la valeur des investissements réalisés.
- Un principe **de distribution**, basé sur le concept que les gains réalisés doivent faire l'objet de rémunération des actionnaires sous forme de dividendes.

L'entreprise se doit d'investir pour générer sa rentabilité future, et doit s'assurer des ressources de financement correspondant à ses investissements. C'est une décision nécessaire au développement de l'entreprise mais c'est aussi l'immobilisation d'un capital dans l'espoir d'une rentabilité future.

Selon François Courtheoux (2020), le choix des investissements s'inscrit dans la politique générale de croissance de l'entreprise. Toutefois le financier se doit de déterminer avec précision les besoins de financements créés par cet investissement, évaluer leur rentabilité et contrôler leur gestion. Il doit faire face aux : 1) investissements de **renouvellements** pour le maintien de l'activité, 2) investissements **d'expansion pour l'augmentation** de la capacité de production ou d'innovation, 3) investissements **stratégiques** résultant d'options de positionnement stratégique de l'entreprise., 4) les investissements **obligatoires** à caractère social & environnemental et de sécurité, 5) les investissements **humains** (compétences, savoir-faire).

Quelle que soit la nature de la stratégie retenue et de l'investissement envisagé, toute décision doit être l'aboutissement d'une analyse approfondie de l'environnement du projet, concurrence, potentialité, des risques et opportunités, des avantages concurrentiels de l'entreprise, de ses forces et faiblesses. Des méthodes d'analyse stratégiques sont largement diffusées et conduisent traditionnellement à quatre situations de marchés comme le tableau suivant décrit :

Tableau 1 : l'analyse stratégique entre situation financière et de marchés

| | Secteur d'activité | |
|----------------------|--|--|
| | Secteur jeune et forte croissance | Secteur mûr et faible croissance |
| Entreprise dominante | <p>Situation 1</p> <p>Forte rentabilité + fort besoin d'investissements</p> <p>Autofinancement</p> | <p>Situation 3</p> <p>Forte rentabilité + faible besoin d'investissements</p> <p>Fort excédent de liquidités</p> |
| Entreprise dominée | <p>Situation 2</p> <p>Faible rentabilité + fort besoin d'investissements</p> <p>Fort déficit de trésorerie</p> | <p>Situation 4</p> <p>Faible rentabilité et faible besoin d'investissements</p> <p>Autofinancement</p> |

Source : François Courtheoux (2020)

Dans la situation 1, l'activité génère une forte rentabilité et le cash dégagé doit être réinvesti en permanence pour suivre la croissance du marché. Si cette situation ne permet pas de dégager immédiatement des liquidités importantes, elle doit évoluer à terme vers la situation 3 qui permet de dégager des profits mais sans réinvestissements lourds. Une politique de fort investissement en situation 4 semble dangereuse car il semble difficile d'augmenter la part de marché dans un marché stagnant.

En conclusion, la stratégie de développement de l'entreprise et les options d'investissements qui y sont liés, ne sont pas uniquement des approches purement financières, même si la rentabilité du projet à terme, reste la priorité. Dans tous les cas, la décision d'investissement engage l'entreprise dans le long terme, en particulier sur l'engagement des ressources nécessaires.

La décision d'investissement

Une fois les objectifs prioritaires de la stratégie d'investissements définis, il convient de mettre en place une procédure de sélection des options, procédure souvent complexe que l'on peut décomposer en 3 phases : 1) **Collecte des propositions d'investissement** : c'est une étape qui appelle à mettre en place des systèmes décentralisés de propositions d'investissements et la maîtrise des grands projets stratégiques. 2) **Sélection des projets** : sélectionner les projets offrant la plus grande rentabilité tout en respectant les contraintes de financement. 3) **Contrôle et suivi des investissements** : s'assurer de la bonne exécution du plan avec d'éventuelles mesures correctives.

La finance moderne s'appuie sur les flux nets de liquidités attendus (appelés *Free Cash-Flows*) comme méthode la plus appropriée pour le choix des projets rentables. Ils sont modélisés sur la

base de : recettes supplémentaires attendues – dépenses supplémentaires engagées. Lorsque l'investissement concerne un projet de remplacement (machine plus performante générant des économies), le raisonnement se fera sur le différentiel (suppléments de revenus générés / réduction des coûts escomptée). On analysera alors si le différentiel de cash-flows rentabilise le montant additionnel d'investissement.

La décision de financement

Une fois sélectionnés les projets d'investissements en fonction de leur degré de rentabilité, se pose la question du financement de ces projets, et en particulier, de l'impact du choix de financement sur la rentabilité globale du projet (financement interne versus financement externe). Une panoplie des critères sont à la disposition des gestionnaires pour retenir le mode de financement approprié :

- Des critères de rentabilité financière : bénéfice par action, effet de levier, taux de rentabilité financière ;
- Des critères de coûts de financements : coût d'un emprunt, coût d'un crédit-bail ;
- Excédents de flux de liquidités prévus : VAN de base (flux d'exploitation).

En plus de ces critères et afin de prendre une décision financière dite stratégique¹, le gestionnaire est invité à inclure les éléments suivants : la structure financière existante, la capacité de remboursement, l'éventuelle dilution du pouvoir de contrôle, les garanties demandées par le financeur.

1.1.3. ... de L'approche normative de la stratégie financière

Toute la littérature financière traditionnelle confirme que les investisseurs doivent être des individus rationnels et peu enclins à prendre des risques, qui analysent formellement un plan d'action par rapport à un autre pour en tirer le maximum de bénéfices, même dans des conditions d'incertitude. Ce qui devrait être (plutôt que ce qui est), nous l'appelons la théorie normative. Elle représente le fondement de la finance moderne au sein de laquelle : Les investisseurs maximisent leur richesse en sélectionnant des opportunités d'investissement et de financement optimales, en utilisant des modèles financiers qui maximisent les rendements attendus en termes absolus avec un risque minimum (P. Vernimmen et al. 2021).

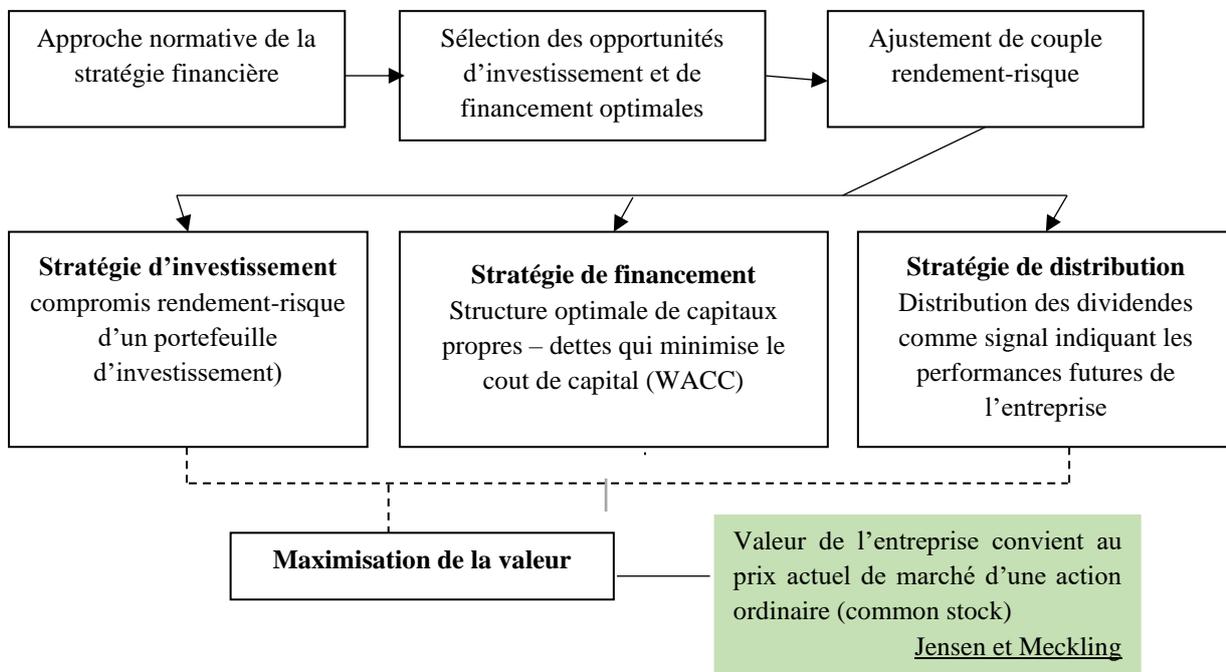
¹ A priori, la finance moderne recommande quelques règles à respecter : 1) équilibre financier : les emplois stables doivent être financés par des ressources stables, 2) le montant des dettes financières ne doit pas dépasser le montant des capitaux propres ; 3) le montant des dettes financières ne doit pas dépasser 3 à 4 fois la CAF annuelle moyenne ; 4) l'entreprise doit autofinancer 30 % des investissements pour lesquels elle sollicite un crédit (François Courtheoux, 2020).

Ce qui préoccupe les investisseurs, ce n'est pas seulement le profit maximum, mais aussi la probabilité qu'il se produise : un compromis risque/rendement d'un portefeuille d'investissements, avec lequel ils se sentent à l'aise et qui peut être unique pour chaque individu. Ainsi, l'objectif normatif de la stratégie financière est de prendre des décisions d'investissement et de financement en utilisant des critères de maximisation de la richesse ajustée au risque, qui satisfont les propriétaires de l'entreprise (les actionnaires) en les plaçant tous dans une position financière égale et optimale.

La fonction de la décision financière stratégique peut être décomposée en quatre composantes majeures basées sur le concept mathématique de la maximisation de la valeur actuelle nette attendue : La décision d'investissement, de dividende, de financement et de portefeuille. Dans un monde parfait, chacune d'entre elles est conçue pour maximiser la richesse des actionnaires en utilisant le prix du marché d'une action ordinaire comme critère de performance.

Donc, pour survivre, l'objectif primordial et normatif de la décision financière stratégique prise par l'entreprise devrait être la maximisation de la richesse des actionnaires représentée par leur participation dans l'entreprise, pour laquelle le prix actuel du marché par action de l'entreprise est une mesure disciplinée et universelle.

Figure 2 : de l'approche normative de la stratégie financière



Source : élaboré par nos soins, adapté de P. Vernimmen et al. (2021)

1.2. La place de la valeur de l'entreprise en finance & gouvernance

Avant la privatisation qui a connu le monde libéral entier en 1995², où l'activité commerciale des entreprises est administrée par l'Etat et la presque dominance taux d'intérêt administrés et fixes quant à leur financement indirect. Pour la finance indirecte (à travers les marchés financiers), les travaux empiriques existants montrent que la notion de la valeur n'as pas pris une grande importance en matière de stratégie et gouvernement de l'entreprise (Gérard Hirigoyen, 1993 & Michel Albouy, 1993)

Après la privatisation, l'activité des entreprises est devenue de plus en plus orientée-marché. On parle donc de l'activité marchande au lieu de l'activité administrée en laissant plus de marge à la loi de l'offre et de la demande de jouer son rôle dans la détermination du prix. Le tableau suivant indique comment la création de la valeur est devenu au centre de préoccupation de la relation stratégie financière-gouvernance en capitalisant sur les enseignements tirés par la crise financière de 2008 (subprimes).

❖ Phase avant la crise de 2008 : La gouvernance actionnariale ?

Tableau n° 2 : le mode de la gouvernance actionnariale avant la crise de 2008

| Auteurs | Thèses |
|--|--|
| Gérard Charreaux (1996) | dans un article qui fera date, plaide pour une « véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises ». Dans cet article fondateur, il revisite le gouvernement des entreprises. Il estime que les théories contractuelles des organisations sont arrivées à leur terme et que les théories de l'enracinement, de la réputation managériale, voire de la dépendance envers les ressources n'apportent que des matériaux très fragmentaires pour expliquer le comportement des dirigeants d'où l'importance de la théorie du changement institutionnel proposé par North. |
| Michel Albouy (1996) | se demande si on peut réconcilier les dirigeants d'entreprise avec les marchés financiers. Il rejoint l'analyse d'Elie Cohen (1996) qui estime que malgré l'ouverture des marchés financiers et les privatisations, le gouvernement des entreprises françaises n'a pas été fondamentalement modifié. |
| Gérard Charreaux et Philippe Desbrières (2002) | remise en cause de la vision juridico-financière de la gouvernance des entreprises, il est temps de penser l'actionnaire comme un apporteur de ressources cognitives et pas seulement financières. Pour cela il plaide, à la lumière des théories mobilisées, pour la reconnaissance du rôle cognitif de l'actionnaire tant pour expliquer la variété des systèmes de gouvernance que pour préconiser des réformes de ces systèmes. |
| Alain-Charles Martinet (2002) | souligner combien l'influence de l'actionnaire sur la formation des stratégies est complexe et reste mal connue. Il reconnaît que « le pouvoir financier est financièrement rationnel quand il combat la diversification de l'entreprise » alors que la stratégie est « nécessairement composite et paradoxale ». |

Source : adapté de Michel Albouy (2016).

² Nous pouvons considérer l'année 1996 est l'année de libéralisation concrète de l'économie marocaine grâce à l'application de la loi bancaire n° Dahir portant loi n° 1-93-147 (6 juillet 1993) en passant des taux d'intérêt administrés vers des taux dépendant du marché (activité marchande).

❖ Phase après la crise de 2008 : Concilier finance et management

Tableau n° 3 : le mode de la gouvernance conciliatrice de finance et management

| Auteurs | Thèses |
|--|---|
| Hubert de La Bruslerie (2009) & Jean-Philippe Denis (2009) | Hubert de La Bruslerie (2009) nous rappelle la richesse du concept de temporalité dans l'action commune à la finance et au management. Pour lui, la logique des choix individuels ne se limite pas à l'application d'une rationalité exogène. C'est l'idée d'une rationalité limitée qu'il faut retenir. Pour Jean-Philippe Denis (2009) il est nécessaire d'aller au-delà des théories contractuelles focalisées exclusivement sur la rationalité calculatoire. Il estime qu'aucune forme des trois rationalités dominantes (calculatoire, mimétique, exemplaire) ne peut être privilégiée sans dommage. |
| Alain-Charles Martinet (2009) & Charles-Henri d'Arcimoles (2009) | Prenant la crise économique et financière de 2008 comme révélateur de dysfonctionnements et de franchissements de seuils pathologiques dans la relation entre la finance et le management Alain-Charles Martinet (2009) défend l'idée qu'il convient de réguler la tension ago-antagoniste en maintenant un équilibre dynamique pour la construction de l'entreprise. Pour lui, « les excès de la finance ont été favorisés par l'asthénie de la théorie stratégique ». Pour Charles-Henri d'Arcimoles (2009), les mariages souvent annoncés entre la finance et la gestion des ressources humaines, voire du développement durable, « demeurent le plus souvent de simples bans ». |
| Bertrand Jacquillat (2009) | vient nous rappeler qu'au-delà des crises la finance a apporté sa contribution au développement économique mondial. Il note l'apport considérable des innovations financières et les progrès de la science financière dans la dernière décennie et la nécessité d'une plus grande transparence. Il pointe un élément majeur : « il y a lieu de s'assurer que les équipes de direction fassent la démonstration qu'ils ont une connaissance suffisante des technologies financières et des concepts de gestion des risques ». |
| P. Charléty et al. (2009) | confirment que les AG constituent « un vecteur de contrôle par les actionnaires de la politique de l'entreprise ». |
| Pierre Batteau (2009) | Commence par nous livrer une véritable fresque de l'évolution de la gouvernance financière et nous explique la montée en puissance des financiers dans les grandes entreprises. Compte tenu de « la profondeur de l'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires », on ne peut pas en rester à une vision classique de la firme dans laquelle le pouvoir ultime revient aux actionnaires parce qu'ils subissent un risque résiduel. |
| Pour Gérard Charreaux (2009) & Pierre-Yves Gomez (2009) | Pour Gérard Charreaux (2009), concilier finance et management est en fait un problème d'architecture organisationnelle. Il plaide pour une « meilleure prise en compte des dimensions cognitives, psychologiques et sociales des processus de création de valeur ». Fidèle à lui-même, Pierre-Yves Gomez (2009) va plus loin dans la remise en cause de la gouvernance actionnariale et la financiarisation de l'économie. Il estime in fine que « la théorie néolibérale de la finance et de la gouvernance ne peut pas s'appliquer au contexte économique des dernières décennies ». |

Source : adapté de Michel Albouy (2016).

1.3. Le cadre théorique

1.3.1. La théorie stratégique de la structure de financement

Depuis 1984, aucune contribution n'est apparue dont l'importance puisse se comparer aux précédentes. Par exemple, la théorie du Free Cash-Flow (FCF), qui insiste sur le rôle disciplinaire de l'endettement pour diminuer la marge de manœuvre des dirigeants, n'est qu'une composante particulière de la théorie de l'agence (Gérard Charreaux, 2006, p : 123). Les cadres fixés par Jensen et Meckling ou Myers et Majluf se sont cependant substantiellement enrichis. Par ailleurs, le courant des coûts de transaction appliqué à la finance de la firme apporte une nouvelle perspective complémentaire de celle de la théorie de l'agence. Enfin, la littérature stratégique contribue également à enrichir l'analyse.

La démarche proposée par Barton et Gordon, tout en s'inspirant de nombreux résultats issus de la recherche financière, se situe dans le courant de recherche stratégique (Gérard Charreaux, 2006, p:126). Ils supposent que les décisions en matière de structure de financement sont fondées sur les valeurs et les objectifs des dirigeants, en liaison avec les facteurs internes ou externes qui influent sur le risque ou le contrôle de la firme. Ils transposent la démarche suivie par Chandler sur la liaison stratégie – structure organisationnelle, à la liaison stratégie – structure de financement. En utilisant la typologie des stratégies de Rumelt, ils montrent l'existence d'une relation entre le type de stratégie suivie et la structure de financement.

Dans un travail ultérieur, Barton, Hill et Sundaram tentent d'établir un lien entre l'approche stratégique et l'approche suggérée par Cornell et Shapiro (1987) en approximant la notion de capital organisationnel par le type de stratégie suivie. La stratégie financière doit, par conséquent, être conçue de façon à ne pas compromettre la valeur du capital organisationnel ; autrement dit, à ne pas introduire de rupture dans le respect des contrats implicites passés avec les clients, les fournisseurs, le personnel ou les collectivités locales. Ainsi, une firme dont l'avantage compétitif est assuré par une main d'œuvre hautement qualifiée comme dans certaines activités de services, devra faire en sorte d'avoir une politique de financement caractérisée par un risque de faillite minime, ce qui implique un faible recours à l'endettement. Après avoir fixé des objectifs bien défini lors du choix des investissements et ses modes de financement, la finalité derrière toute stratégie financière doit être la création de la valeur qui est souvent indiquée par « performance financière » (Maurice A. S & Jean. G, 2009, page 11). La création de la valeur à long terme a un fondement théorique plus approfondie que la performance financière, c'est la vocation économique de la stratégie globale de l'entreprise.

1.3.2. Création de la valeur à long terme

Dans son fameux article « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de la valeur », Michel Albouy (2006) a mis en valeur la question de pourquoi maximiser la valeur actionnariale ? la réponse a été valorisante de la situation de dilemme que peut avoir tout dirigeant qui sera par la suite comme arbitre entre la vocation contractuelle et capitaliste dans sa relation avec l'actionnaire, et la vocation économique de l'entreprise dans sa relation avec des partenaires au marché. Le rôle de management est de défendre les intérêts des actionnaires dans la mesure où l'on peut faire confiance aux autres parties prenantes à savoir les créanciers, les fournisseurs, les salariés, les sous-traitants et les pouvoirs publics. Cette mission nécessite un horizon temporel assez important (long) pour y tout satisfaire. La mission n'est pas donc aisée car, naturellement, la prise en compte des intérêts des autres stakeholders se fera d'autant plus pressante que leur pouvoir de négociation sera élevé. Qui dit stratégie financière, dit miser sur l'avenir qui n'appartient à personne. La maximisation de la valeur actionnariale laisse donc la place à la négociation dans la mesure où les autres parties prenantes ont un vrai pouvoir de négociation.

En revanche, Albouy (2006) continue de s'interroger : « ... *que penser d'un management qui maintiendrait en toutes connaissances de causes, pour satisfaire ses salariés ou les pouvoirs publics, des activités non rentables à court, moyen et long terme ?* ». Le management va perdre la confiance de ses actionnaires, aurait du mal à lever des capitaux pour financer ses pertes, et qu'à plus ou moins brève échéance l'entreprise disparaîtrait sous l'effet de la concurrence après avoir détruit beaucoup de valeur et supprimé encore plus d'emplois. Vraisemblablement, ce type d'analyse à long et moyen terme qui a conduit Renault à prendre la difficile décision de fermer l'usine de Vilvorde en Belgique. Notons que cette optique à long terme ne facilite pas la mission des managers dans la mesure où la question se porte alors sur la fiabilité des prévisions du business plan au cœur de toute stratégie financière adoptée. D'où vient la nécessité de la notion de l'efficacité financière dans la réalisation des objectifs stratégiques (performance financière).

1.3.3. La théorie d'agence

Revenons à la notion de la performance financière qui est définie comme le reflet de la capacité de l'entreprise à atteindre ses objectifs (Abdullah & Tursoy, 2021). Selon ces derniers, la performance financière est désignée comme une mesure de l'efficacité et de l'efficacités des actions et des opérations internes et externes d'une organisation. Mansyur et al. (2020) expliquent que la performance financière est le résultat des efforts déployés par les

gestionnaires pour mener à bien les tâches liées à la gestion financière. Par conséquent, on peut affirmer que la performance financière mesure la santé financière des entreprises et le degré de réussite d'une entreprise dans la gestion de ses ressources stratégiques relatives au financement des investissements.

Selon la revue de littérature, de nombreux facteurs peuvent avoir un impact sur les performances financières (Liu et al., 2022), et la structure du capital est l'une des variables clés susceptibles d'influencer les performances financières de l'entreprise. C'est la manière dont les actifs sont financés peut influencer les performances financières de l'entreprise. Plusieurs théories ont été élaborées pour expliquer cette relation, telles que la théorie classique de Modigliani & Miller, la théorie du compromis, la théorie de financement hiérarchique et, surtout, la théorie de l'agence (Abdullah & Tursoy, 2021).

La théorie de l'agence, initialement développée par Berle et Means (1932), indique que les dirigeants poursuivent leurs propres intérêts au lieu de maximiser les rendements pour les actionnaires. Elle suppose qu'entre les propriétaires, qui sont des mandants, et les dirigeants, qui sont des agents, il existe un coût d'agence, qui est la mesure dans laquelle les rendements pour les demandeurs résiduels, les propriétaires, sont inférieurs à ce qu'ils seraient si les derniers exerçaient un contrôle direct sur la société (Jensen & Meckling, 1976). En cas d'endettement élevé, les dirigeants sont contraints d'investir dans des projets rentables afin de créer des flux de trésorerie pour rembourser la dette (Jensen, 1986).

Plus le coût d'agence est faible, plus la performance financière devrait être élevée. En outre, Tuan et al. (2019) confirment que la dette peut être un outil utile pour réduire l'impact négatif des coûts d'agence sur la performance financière en raison de la pression exercée sur les gestionnaires pour qu'ils remboursent les dettes. Ainsi, les dirigeants sont moins en mesure de se concentrer sur leur propre intérêt et le conflit d'intérêts est donc réduit.

Empiriquement, Kontuš (2021) a trouvé des preuves pour proposer que les variations des coûts d'agence ont peu ou pas d'impact sur la performance de l'entreprise en Croatie. Tuan et al. (2019) ont trouvé des preuves de l'existence d'une association négative entre les coûts d'agence et la performance financière dans le cas du Vietnam. Khan et al. (2020) ont obtenu des résultats similaires pour les entreprises chinoises cotées en bourse. Toutefois, Muneer et al. (2013) indiquent le rôle modérateur de la théorie de l'agence : le coût d'agence modère la relation entre la structure du capital et la performance financière.

Si le coût d'agence constitue une contrainte, la performance financière reste un objectif escompté. Ce sont des déterminants qui doivent être prises en considération par les dirigeants

dans l'élaboration de leurs stratégies financières en compromis avec les voix fixés par les actionnaires (conseil d'administration). La théorie d'agence suppose que la politique financière (structure de capital) peut porter des réponses non seulement disciplinaires (gouvernance actionnariale) mais également pédagogiques (concilier la finance et management) qu'on va voir dans la partie suivante (2) en essayant de placer la valeur (performance) au cœur de renforcement du système de la gouvernance de l'entreprise.

2. L'apport de la stratégie financière sur la valeur de l'entreprise : prolongement du cadre d'analyse de la gouvernance

“ L'analyse des résultats des enquêtes menées par BCG et McKinsey et proposition d'un modèle de recherche théorique ”

Afin d'élargir le débat théorique sur la nature de la relation qui existe entre la stratégie financière et la valeur de l'entreprise, il est judicieux de vérifier la nature de la position que peut porter la valeur au sein de l'entreprise sous l'angle de son système de gouvernance. Dans ce sens, la théorie d'agence est explicative de la chose mais la théorie de gouvernance peut présenter des solutions disciplinaires. Les études de BCG et McKinsey sont auxiliaires pour le prolongement de ce cadre d'analyse.

2.1. Le besoin au renforcement du système de gouvernance

Construire un modèle théorique nécessite un point de départ suppose de répondre deux questions principales : questions suivantes : Comment les dirigeants peuvent se comporter vis-à-vis les coûts d'agence exercés par les conflits d'intérêts avec les actionnaires et les créanciers ? est qu'ils arrivent à faire face à la situation conflictuelle de la valeur comme indiqué par la théorie d'agence ?

2.1.1. La situation conflictuelle de la valeur

Selon la théorie financière, aucune des fonctions (décisions d'investissement et de financement) n'est indépendante de l'autre. Toutes occupent une position centrale dans le processus décisionnel et nécessitent naturellement une coordination au plus haut niveau. Et c'est là que le gouvernement d'entreprise entre en jeu.

Les observations empiriques de la théorie de l'agence révèlent que la direction peut agir de manière irresponsable, ou avoir des objectifs différents. Ceux-ci peuvent être sous-optimaux par rapport à la maximisation de la richesse des actionnaires, en particulier si le comportement de la direction n'est pas surveillé ou si elle reçoit des incitations inappropriées (Ang, Rebel et Lin, 2000).

Pour faire face à la mauvaise gestion des entreprises détruisant la création de la valeur, il est nécessaire de mettre en place un système de surveillance et de contrôle des entreprises. Désormais appelé gouvernance d'entreprise, il doit englober les relations entre les actionnaires ordinaires, le conseil d'administration et la direction générale ou le top management.

Dans les grandes entreprises où la concordance des objectifs pose un problème particulier (cas d'Enron, la crise des prêts hypothécaires à risque et la crise bancaire de 2007-2008), le conseil d'administration (élu par les actionnaires), qui se situe à l'interface entre les actionnaires et la direction, est largement considéré comme la clé d'une gouvernance d'entreprise efficace.

Dans le cadre d'analyse du courant stratégique, la gouvernance de l'entreprise propose une solution à cette situation conflictuelle à travers trois types de stratégie financière qui diffèrent selon trois ongles de vue (d'intérêt): stratégie des dirigeants, stratégie des actionnaires et stratégie des créanciers.

2.1.2. Stratégie des dirigeants

Une première leçon que les dirigeants peuvent tirer des apports récents de la théorie financière de la firme est l'importance des aspects liés aux asymétries d'information et aux conflits d'intérêt entre les différents agents. Ces phénomènes ont pour conséquences soit une augmentation du coût des financements, soit un refus d'accorder les financements.

Les dirigeants sont censés donc d'adopter des stratégies financières qui s'articulent autour des enseignements tirés de la recherche financière pour minorer les coûts liés à ces phénomènes. Cette préoccupation doit se traduire par une attention accrue portée à la communication financière entendue au sens large, et adressée aussi bien aux actionnaires qu'à l'ensemble des partenaires de la firme, notamment dans les secteurs économiques soumis aux plus fortes incertitudes. Certains événements, tels que les augmentations de capital, doivent être accompagnés d'une communication financière particulièrement active puisqu'ils sont particulièrement sensibles à l'asymétrie d'information.

Prenant en considération l'aspect conflictuel, la **théorie de l'agence** nous enseigne que le contrôle des dirigeants se fera d'autant mieux qu'ils détiendront une part significative du capital. Les dirigeants devront donc assumer une partie du risque et mettre en place des mécanismes permettant de limiter les conflits d'intérêt : audits, rôle accru du conseil d'administration, rémunération sous forme de stock-options, etc. Les financements hybrides tels que les convertibles ou des financements subordonnés permettront également de résoudre un certain nombre de conflits d'intérêt de même que les clauses contractuelles.

La politique financière doit donc être conçue simultanément au projet stratégique et la structure organisationnelle. Une orientation vers une diversification ou vers une croissance interne, fondée sur un effort important de recherche et développement, ne nécessite pas le même accompagnement en termes de politique financière et de structure de propriété. Ainsi, Jensen insiste sur l'importance des restructurations et notamment sur l'efficacité économique des LBO pour améliorer l'efficacité à long terme de l'économie (Charreaux G.,2006, p :41).

2.1.3. Stratégie des actionnaires

Les messages émis par la théorie financière à l'intention des actionnaires apparaissent également multiples et modifient substantiellement la vision traditionnelle de l'actionnaire, élément considéré comme mineur dans l'élaboration de la politique financière (Fama, 1980; Charreaux & Pitol-Belin ,1990). En premier lieu, cette vision a toujours été totalement erronée pour les actionnaires importants, détenteurs de blocs de contrôle. En second lieu, le rôle de l'actionnaire a dû être reconsidéré à la lumière de la **théorie de l'agence** et des différents systèmes de contrôle qui pèsent sur les dirigeants.

Même dans les grandes sociétés de type managérial, à séparation complète entre la propriété et le management, les dirigeants ne sont pas tout-puissants. À côté du vote par les pieds (vente des titres) qui constitue le mécanisme le plus élémentaire de protection des actionnaires, les dirigeants sont soumis à un système de contrôle très complet, qui comprend d'une part, des mécanismes externes : contrôle par la pression concurrentielle exercée par les marchés des biens et services, le marché financier (prises de contrôle), les banques et le marché des cadres-dirigeants, et d'autre part, des mécanismes internes : conseil d'administration, surveillance mutuelle des dirigeants et hiérarchie. Ainsi, et à travers la politique de dividende, les actionnaires bénéficient également d'un instrument de *signalisation* sur les perspectives d'investissement et également dans certains scénarios, d'un indicateur du pouvoir managérial, au sens de la *théorie du free cash-flow*.

2.1.4. Stratégie des créanciers

Au-delà de notre cadre théorique (théorie d'agence), les décisions des créanciers peuvent être aussi éclairées par les apports de la théorie financière, notamment de *la théorie des options*. L'interprétation des capitaux propres en tant qu'option particulière montre que les actionnaires ont intérêt à entreprendre des investissements risqués, au détriment de l'intérêt des créanciers. Ces derniers peuvent se protéger contre les substitutions d'actifs qui peuvent intervenir après l'octroi du prêt, notamment en prenant des garanties ou par toute voie contractuelle jugée efficace, et faire face au risque de faillite. Ainsi, on peut montrer que le risque de faillite décroît

avec la valeur des actifs et le taux d'intérêt, et croît avec le montant à rembourser, le risque d'exploitation et la proximité de l'échéance des dettes (Gérard Charreaux, 2006, p :44).

En présence de tous ces éléments d'analyse sur la situation conflictuelle de la valeur de l'entreprise, à court terme, nous mettons l'hypothèse suivante :

H₀ : il existe une divergence d'intérêts à court terme CT entre les parties prenantes notamment entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les actionnaires et les créanciers (ou autres)

2.2.Méthodologie de recherche

2.2.1. Positionnement épistémologique :

La relation de causalité entre la stratégie financière et la valeur de l'entreprise et notre indépendance de cet objet d'étude, nous impliquent de positionner au courant positiviste. À signaler que notre travail a pour objectif méthodologique de proposer un modèle de recherche et ne pas de vérifier empiriquement la relation "causes à effet". Les résultats de deux enquêtes choisies seront bénéfiques dans le sens d'améliorer les pratiques d'évaluation du comportement financier stratégique (choix stratégiques) des entreprises et d'orienter les chercheurs en finance et stratégie sur les pistes de recherche prometteuses sur la Coporate Governance.

2.2.2. Méthode :

Afin de répondre aux objectifs de ce papier, nous allons opter par la **méthode de recherche documentaire**, selon une approche analytique du phénomène financier stratégique des entreprises à travers le monde, sur la base des données collectées par les cabinets les plus experts en finance & stratégie : McKinsey (2021) et BCG (2017). Sur une période d'étude étalée entre l'année 2010 et l'année 2021, les échantillons sont comme suit :

- McKinsey (2021) : 500 dirigeants mondiaux enquêtés.
- BCG (2017) : 250 investisseurs mondiaux supervisant approximativement des actifs financiers de la valeur de 500 billions de dollars.

2.2.3. Présentation des enquêtes

McKinsey : Pour toute entreprise en phase de croissance, de nombreuses preuves montrent que lorsque les dirigeants prennent des décisions et réalisent des investissements en gardant constamment à l'esprit les objectifs à long terme, leurs entreprises génèrent davantage de valeur pour les actionnaires, créent plus d'emplois et contribuent davantage à la croissance économique que les entreprises comparables qui se concentrent sur le court terme (Barton & al, 2017).

D'autres études montrent également que les entreprises peuvent obtenir de meilleures performances à long terme lorsqu'elles prennent en compte les intérêts des employés, des clients et des autres parties prenantes (Henisz & al, 2020). Cependant, une enquête menée par McKinsey en 2021, auprès d'environ 500 dirigeants mondiaux, montre que beaucoup de dirigeants continuent à subir la pression des actionnaires pour atteindre les objectifs de bénéfices à court terme au détriment des stratégies à long terme.

Selon cette enquête, les personnes interrogées ont déclaré qu'elles pensaient que leurs entreprises réduiraient les investissements de croissance à long terme de 17 %, en moyenne, lorsqu'elles seraient confrontées à une baisse de 15 % de leurs revenus - même si l'enquête précisait que la baisse résultait de facteurs externes (fluctuations monétaires) ne durerait pas. D'autres réponses à l'enquête étaient également orientées vers le court terme - et pas seulement à cause de la pandémie de COVID-19 ou d'autres chocs économiques.

BCG : Près de dix ans après le déclenchement de la crise financière, près de 80 % des investisseurs s'attendent à ce qu'une récession se déclenche au cours des trois années après 2017, et plus de la moitié de tous les répondants s'attendent à ce qu'elle se produise au cours des deux années après 2017. Les raisons les plus fréquemment citées pour expliquer ce pessimisme sont des facteurs macroéconomiques tels que la hausse des taux d'intérêt (45 % des investisseurs), le climat politique américain (40 %) et l'instabilité géopolitique (31 %). A signaler que les attentes moyennes des investisseurs en matière de la performance actionnariale (TSR³) sur trois ans restent au niveau le plus bas de l'année dernière, à savoir 5,5 % par an. Les investisseurs prévoient que 4,5 % des 5,5 % de TSR attendus proviendront de la croissance des bénéfices et environ 3,7 % des paiements de dividendes et des rachats d'actions, ce qui implique une baisse de 2,7 % des multiples d'évaluation en moyenne (**voir la figure 3**).

³ TSR : Total Shareholders Return (indicateur boursier mesurant la création de la valeur actionnariale – performance actionnariale)

Figure 3 : l'évolution de la performance actionnariale entre 2010 et 2017 selon BCG



Source : Ghesquieres & al. (2017)

Les équipes dirigeantes sont confrontées à une tension constante entre la satisfaction des attentes à court terme en matière de performance du bénéfice par action (BPA) et la prise de mesures - y compris la réalisation d'investissements réfléchis - pour établir les bases d'une création de valeur forte et durable au fil du temps. Dans le climat actuel, avec des attentes modestes en matière de TSR pour les prochaines années (après 2017), les investisseurs recherchent des entreprises qui feront de la croissance à long terme et de la création de valeur une priorité. Les répondants à l'enquête ont indiqué des domaines spécifiques dans lesquels les entreprises qu'ils possèdent ou suivent pourraient s'améliorer, tels que l'allocation du capital (40 % des répondants), la rémunération et les incitations (38 %), le développement et la planification de la stratégie (37 %) et la gestion de la valeur (35 %). Et dans une déclaration forte, 45% des répondants ont dit qu'ils accueilleraient favorablement la présence d'investisseurs activistes⁴ dans les entreprises qu'ils possèdent ou suivent.

2.3. Discussion des résultats

Les résultats de deux enquêtes montrent que la stratégie financière constitue l'un des facteurs les plus déterminant de la création de la valeur à long terme. Elle mobilise des mécanismes de gouvernance relatifs à les performances partenariale (a) et actionnariale (b) comme réponses à la divergence des intérêts à court terme.

⁴ Actionnaires minoritaires qui optent pour des actions syndicales pour défendre leurs intérêts et droits face aux actionnaires majoritaires.

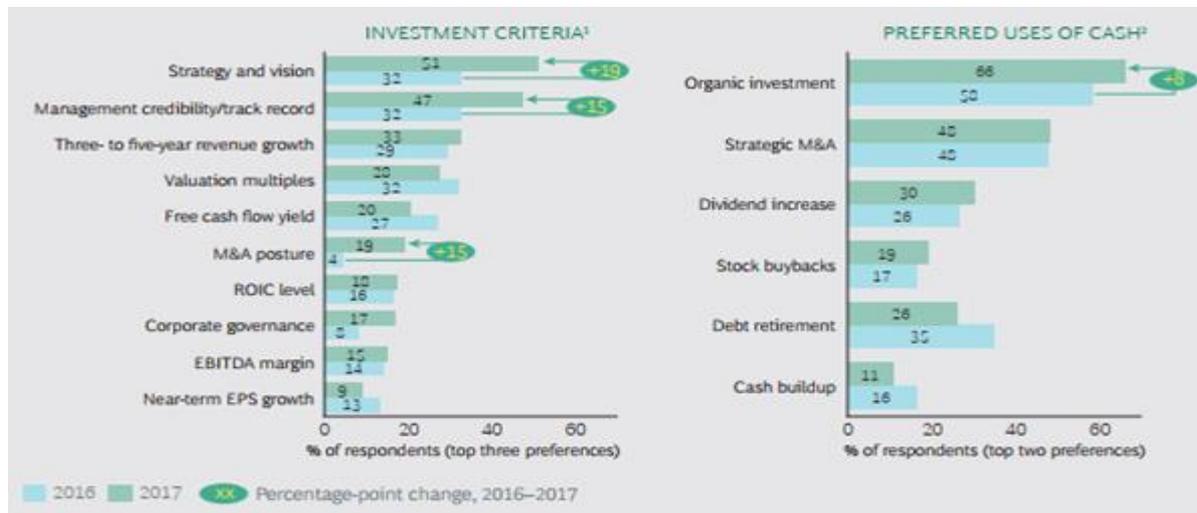
2.3.1. Piste de recherche n°1

« La stratégie financière basée sur la performance actionnariale comme mode la gouvernance »

Dans le contexte qui a marqué les années en post crise financière 2008⁵, les investisseurs souhaitent que la direction adopte une perspective à plus long terme. Ils recherchent une création de valeur durable, mais 88 % d'entre eux estiment que les dirigeants des entreprises se concentrent plutôt de manière excessive sur le court terme (en 2017), soit une augmentation de 26 points de pourcentage par rapport à 2016.

En fait, moins de 10 % des investisseurs considèrent la croissance du BPA à court terme comme un critère d'investissement clé. La majorité des investisseurs préfèrent voir les entreprises investir dans leur croissance future - tant organique⁶ que par le biais de fusions-acquisitions - plutôt que de les voir utiliser leurs free cash-flow à d'autres fins de création de valeur, telles que le versement de dividendes, le rachat d'actions ou la réduction de la dette (**Voir la figure 4**). Le pourcentage d'investisseurs qui ont cité l'investissement dans la croissance organique comme l'une de leurs deux principales priorités a augmenté de 8 points de pourcentage au cours de l'année écoulée pour atteindre 66 %.

Figure 4 : Critères d'investissement et les priorités en matière d'utilisation du cash



Source : Ghesquieres & al. (2017)

Au cours de l'année écoulée (entre la crise 2008 et l'année 2017), face à l'accélération des changements et des perturbations dans de nombreux secteurs, les investisseurs ont constamment exprimé leur inquiétude quant à la croissance de la valeur ajoutée. Les entreprises doivent faire

⁵ Conjoncture macroéconomique si difficile marquée par facteurs la hausse des taux d'intérêt, le climat politique américain incertain et l'instabilité géopolitique.

⁶ Croissance organique = croissance interne (capacité stratégique).

face aux perturbations en investissant dans de nouvelles opportunités de croissance. Les résultats indiquent que l'évolution des priorités en matière d'allocation du capital vers les investissements de croissance organique et de fusions-acquisitions reflète la conviction des investisseurs que la croissance restera le principal moteur du TSR au cours des cinq à dix années suivant 2017, d'où le besoin à une stratégie financière, diversifiée et flexible, est justifiée.

Les investisseurs préfèrent rééquilibrer la performance à court terme et la création de valeur à long terme, les considérations qualitatives - telles que la perception par les investisseurs de la vision et de la crédibilité de la direction, d'une stratégie claire et de processus alignés - jouent un rôle de plus en plus important dans les décisions d'investissement. En particulier, les investisseurs veulent que les équipes de direction s'engagent plus fermement à utiliser le capital, les capacités et les ressources de l'entreprise pour créer de la valeur. Ils recherchent des équipes de gestion dévouées, dotées de stratégies crédibles et d'histoires d'actions convaincantes, fondées sur des fondamentaux solides et une allocation intelligente du capital.

Les paramètres pris en compte pour décider d'investir dans une entreprise ou de lui donner une recommandation d'achat, 51 % des personnes interrogées ont cité la stratégie et la vision de l'entreprise. Près de la moitié (47 %) ont pointé la crédibilité et les antécédents de la direction. Ces résultats sont conformes au modèle de gouvernance déjà indiqué dans la revue de littérature (voir le tableau 2 dans la section 1) caractérisant l'époque post crise 2008, et qui vise à concilier la finance au management. Mais cette fois ci, on parle de la conciliation de la finance stratégique (ou stratégie financière) au management stratégique.

Il s'avère selon la figure 4 que les décisions d'investissement ont un caractère stratégique qui implique le recours aux financements prioritaires tel que la distribution de dividende et le rachat d'action dans le cas de l'existence des free cash flows, avant d'entamer à la réduction de la dette tout en gardant la capacité d'endettement de l'entreprise en sécurité (stratégie de financement flexible) face aux fluctuations du marché, perpétuelles et fortes le cas échéant (Yerrou h. & al., 2021). Cette constatation nous donne l'impression qu'il y a un certain comportement de financement hiérarchisé préconisé par la *théorie de Pecking Order* (Myers et Majluf, 1984).

Figure 5 : la stratégie financière basée sur la performance actionnariale comme mode de la gouvernance



Source : élaboré par nos soins sur la base de l'enquête de BCG (2017)

Prenons en considération que la croissance (interne ou externe) est considérée comme moteur de la création de la valeur selon l'approche de BCG, et afin de garantir une convergence des intérêts entre les actionnaires et des dirigeants sur le long terme, la stratégie financière doit être basée sur la fixation de deux priorités : (1) répartir la valeur en visant la distribution équitable des cash flows, et (2) garder une marge de manœuvre vis-à-vis l'endettement afin d'être flexible face aux aléas et externalités de l'environnement (Yerrou h. & al., 2021).. De ce fait, nous mettons l'hypothèse suivante :

H₁ : la stratégie financière basée sur les priorités impacte positivement la performance actionnariale à long terme LT

2.3.2. Piste de recherche n°2

« La stratégie financière basée sur la performance partenariale comme mode la gouvernance »

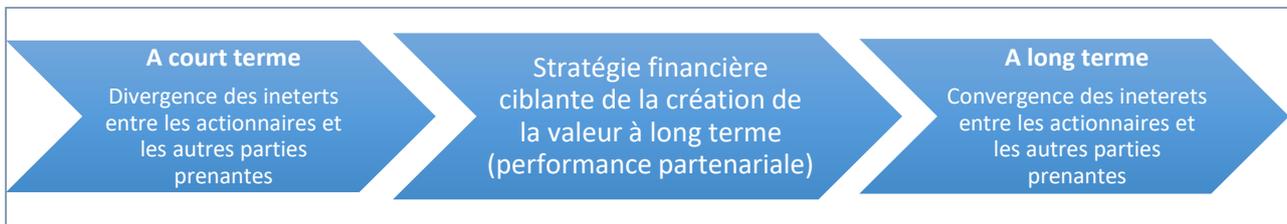
A l'instar de l'enquête de McKinsey, Babcock & al (2021) ont identifié cinq comportements que les dirigeants et les conseils d'administration peuvent adopter pour réorienter leurs organisations vers la création de valeur à LT plutôt que vers les performances à court terme :

- Investir suffisamment de capitaux et de talents dans des initiatives importantes et risquées pour atteindre une position gagnante.
- Constituer un portefeuille d'initiatives stratégiques dont le rendement dépasse le CMPC
- Allouer dynamiquement le capital et les talents (par des désinvestissements, si nécessaire) aux activités et aux initiatives qui créent le plus de valeur.
- Générer de la valeur pour les actionnaires et aussi pour les autres parties prenantes.
- Résistez à la tentation de prendre des mesures qui augmentent les bénéfices à court terme.

Les dirigeants qui choisissent de prendre ces mesures peuvent, en plus d'obtenir des avantages clairs en termes de performance, résoudre une grande partie du conflit perçu entre les intérêts des parties prenantes et ceux des actionnaires. En fait, les deux séries d'intérêts convergent largement à long terme. Les entreprises ne créent de la valeur à long terme pour les investisseurs que lorsqu'elles satisfont leurs clients, engagent et motivent leurs employés, et entretiennent de bonnes relations avec les communautés et les régulateurs sur de longues périodes

On constate que la performance partenariale est peut-être considérée comme synonyme de la création de la valeur à long terme que la stratégie financière doit prendre en considération afin d'aligner les intérêts de toutes les parties prenantes.

Figure 6 : la stratégie financière basée sur la performance partenariale comme mode de la gouvernance



Source : élaboré par nos soins sur la base de l'enquête de McKinsey (2021)

Pour toute entreprise (cotée en bourse) financièrement stratège, l'horizon temporel lié à l'intention des investisseurs restent le souci principal lors d'une émission d'actions (augmentation du capital) ou d'obligations (politique d'endettement) afin de réussir l'opération de levée de fonds sur le marché financier. Étant donné que les investisseurs préfèrent rééquilibrer la performance à court terme et la création de valeur à long terme pour donner plus de poids à cette dernière, les considérations qualitatives - telles que la perception par les investisseurs de la vision et de la crédibilité de la direction, d'une stratégie claire et de processus alignés - jouent un rôle de plus en plus important dans les décisions d'investissement.

En particulier, les investisseurs veulent que les dirigeants s'engagent fermement à utiliser le capital, les capacités et les ressources de l'entreprise pour créer de la valeur. Ils recherchent des équipes dévouées, dotées de stratégies crédibles et d'histoires d'actions convaincantes, fondées sur des fondamentaux solides et une allocation intelligente du capital (Ghesquieres & al, 2017).

Nous émettons donc l'hypothèse suivante :

H₂ : la stratégie financière ciblée impacte positivement la performance partenariale à long terme LT

2.3.3. Le passage de la performance à la convergence des intérêts

Pour résumer les outputs des enquêtes de BCG et McKinsey, on peut dire que les investisseurs envoient un signal clair aux dirigeants : *“ Les entreprises qui ont fait preuve d'un engagement en faveur de la croissance et de la création de valeur à long terme, en trouvant son équilibre avec les performances à court terme, en optant pour une stratégie financière basée les priorités (approche actionnariale) ou ciblée (approche partenariale), sont probablement mieux placées pour aligner les intérêts des actionnaires et les autres parties prenantes. “*

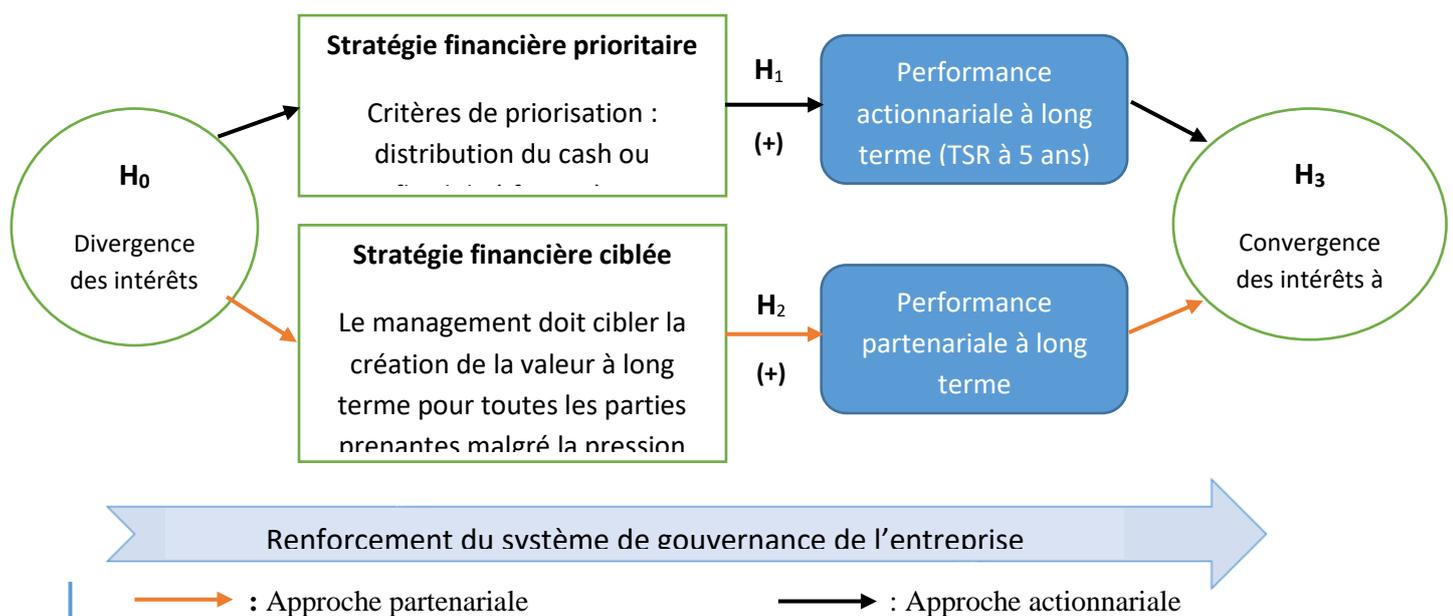
La théorie d'agence nous enseigne que l'alignement des intérêts entre principal (actionnaire) et agent (dirigeant) ne peut être assuré que lorsque les coûts d'agence sont réduits, ce qui va entraîner une augmentation de la valeur de l'entreprise. L'arrivée des autres parties exacerbera les conflits d'intérêt, les dirigeants seront dans l'exigence de résoudre cette équation en augmentant la création de la valeur par tel moyen réduisant les coûts additionnels engendrés. On parle donc de l'approche partenariale de la performance. Le facteur temps est déterminant pour évaluer si ces intérêts sont enfin alignés. Nous émettons donc l'hypothèse suivante :

H3 : Dans la présence d'impact positif de la stratégie financière sur la performance (actionnariale ou partenariale), les intérêts des parties prenantes seront convergents à long terme LT

2.3.4. Modèle de recherche théorique proposé :

A titre récapitulatif, nous proposons le modèle de recherche théorique suivant :

Figure n° 7 : Modèle théorique de recherche proposé



Source : élaboré par nos soins

Quelle problématique soulevée ?

La divergence à court terme des objectifs des actionnaires et des dirigeants, a des retombées négatives sur la stratégie financière comme suit :

1) Retombée sur la stratégie d'investissement :

-**Sous-investissement** : l'actionnaire exerce son influence sur le dirigeant afin de ne pas favoriser des projets d'investissement apprécié par les créanciers. C'est un manque à gagner pour l'entreprise et une partie additionnelle de la valeur créée qui a été raté.

- **Sur-investissement** : le dirigeant exerce son pouvoir comme insider vis-à-vis l'outsider (actionnaire) en sélection des projets non rentable ou moins rentable qu'un autre jugé optimal. Une destruction de la valeur est donc fortement probable dans la présence d'une attitude managériale irrationnelle vis-à-vis le Free Cash Flow.

2) Retombée sur la stratégie de financement : une structure de capital non optimale ou non flexible. Sous la pression des actionnaires de réaliser la profitabilité à court terme, le dirigeant peut opter pour un endettement excessif augmentant les coûts de faillite ou consommer toute sa capacité d'endettement en détruisant donc les chances pour des projets à venir jugeront rentables, ce qui impacte négativement sur la valeur à long terme. L'arrivée à court et à moyen terme des créanciers peut menacer le scénario d'une augmentation de capital dans le futur où il y aura des vraies opportunités d'investissement impliquent L'arrivée de nouveaux actionnaires (croissance externe). Une situation de dilemme à éviter par l'entreprise est le résultat d'une structure financière flexible et stratégiquement vigilante.

3) retombée sur la stratégie de distribution : la distribution des dividendes souhaité par les actionnaires favorise toujours la phase de maturité (plus de cash flows générés ou vache à lait). La phase croissance doit être maintenue dans un sens où la distribution du cash n'est pas toujours la bonne solution, la réintégration des résultats dans dès les nouveaux projets et le rachat d'action sont des exigences pour durabiliser la valeur de l'entreprise. Ajuster la valeur d'une entreprise cotée n'est pas le souci des actionnaires mais des dirigeants qui cherchent à s'enraciner et/ou due l'intention stratégie de certains investisseurs en marché financier.

Quelle solution envisagée ?

Aligner les intérêts entre principal (actionnaire) et agent (dirigeant) ne peut être assuré que la performance financière est atteinte à travers une stratégie financière basée sur les priorités (distribution ou flexibilité) sur un horizon temporel long (au moins 5 ans selon BCG).

Prenant en compte les intérêts des autres parties prenantes : les créanciers lors du choix de financer un projet d'investissement par l'endettement, ou la nécessité de financer une option stratégique comme l'internationalisation et le poids additionnel apporté par les clients potentiels étrangers, ou l'enjeu du lancement d'un nouveau produit ou une activité de R&D pour assurer une croissance durable, ou le souci du management à s'adapter à une réforme fiscale éventuelle exigée par l'Etat. Ce sont donc des facteurs qui peuvent expliquer directement la fixation de stratégie globale de l'entreprise et indirectement sa stratégie financière.

Un autre aspect justifiant la nécessité d'adopter une approche partenariale, est la défaillance de l'approche actionnariale qui a arrivé non seulement à augmenter les pratiques d'enracinement managérial mais également la financiarisation des top management (Albouy M., 2009). Cela conduit, selon Albouy, à repenser le système de gouvernance et admettre l'idée que les actionnaires peuvent saluer l'objectif d'atteindre la performance partenariale s'il arrive à contrôler la valeur durablement créée par les dirigeants, qui doit être répartie d'une manière claire et opportune mais surtout ciblée.

Conclusion :

La stratégie financière constitue la déclinaison financière de la stratégie de l'entreprise. Elle prend son ampleur lorsque cette entreprise est en phase d'une croissance traduite par l'ensemble des projets d'investissement et donc le besoin à une allocation optimale des capitaux. Si l'objectif ultime de la stratégie financière est de créer de la valeur pour ses parties prenantes, le marché de capitaux exerce son influence afin que la valeur créée soit répartie au pied d'égalité. La théorie d'agence place la valeur dans une situation conflictuelle. L'objectif de ce papier est de chercher les pistes de l'apport de la stratégie financière sur la valeur de l'entreprise en décortiquant son système de gouvernance. Les outputs de notre analyse théorique et empirique montrent que la stratégie financière peut porter des solutions réelles en matière de gouvernance. Or, l'augmentation de la valeur à long terme garanti l'alignement des intérêts des parties prenantes. Par conséquent, les dirigeants se trouvent dans l'obligation de concilier la création de la valeur (partenariale ou actionnariale) à long terme à l'absorption de la pression des bénéficiaires à court terme sous l'orientation des conseils d'administrations et l'intention stratégique des investisseurs. Il s'agit donc des constats confirmés par des enquêtes menées par BCG (2017) et McKinsey (2021).

Afin d'aligner les intérêts des parties prenantes, le système de gouvernance de l'entreprise peut être renforcé selon deux approches (deux pistes de recherches) :

- **Approche actionnariale** : grâce à une stratégie financière axée sur les priorités (distribution du cash-flow et flexibilité) dans un contexte de croissance.
- **Approche partenariale** : à travers une stratégie financière ciblant la création de la valeur à long terme pour toutes les parties prenantes malgré la pression des actionnaires à court terme.

Notre apport se manifeste donc dans la proposition d'un modèle de recherche théorique en respectant ces deux approches. L'hypothèse de base (H_0) est de considérer l'existence d'une divergence d'intérêts à court terme CT entre les parties prenantes notamment entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les actionnaires et les créanciers (ou autres). De ce fait, le premier piste (H_1) favorise que la stratégie financière basée sur les priorités impacte positivement la performance actionnariale à long terme LT, alors que le deuxième (H_2) souhaite que la stratégie financière ciblée impacte positivement la performance partenariale à long terme LT. Par conséquent, et dans la présence d'impact positif de la stratégie financière sur la performance (actionnariale ou partenariale), les intérêts des parties prenantes seront convergents à long terme LT (H_3).

Bibliographie :

Articles :

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, volume 15, n°2, 379 -383
- Albouy M. (1996). Peut-on réconcilier les dirigeants d'entreprise et les marchés financiers? *Revue française de gestion*, n° 111, pp: 94 à 101.
- Albouy M. (2009). Concilier finance et management. *Revue Française de Gestion*. n° 198-199. pp :17 à 27
- Ang, Rebel et Lin (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, Volume 55, n° 1.
- Barton & al, (2017). Where companies with a long term view outperform their peers. McKinsey Global Institute, publié le 08/02/2017 sur www.Mckinsey.com
- Berle et Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Transactions Publisher
- Charles-Henri d'Arcimoles (2009). Fiabilité de la valeur, valeur de la fiabilité. *Revue Française de Gestion*. n° 198-199. pp :151 à 171.
- Charléty P. et al., « Stratégies de vote en AG face aux résolutions externes », *Revue française de gestion*, n° 8, pp: 277 à 296.
- Charreaux G. & Pitol-Belin (1990). *Le Conseil d'administration*, Vuibert.
- Charreaux G. (1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. *Cahier du CREGO Université de Bourgogne*, n° 9603,
- Charreaux G. (2006). Théorie financière et stratégie financière. *Revue Française de Gestion*, n°160 , pp :109 à 137
- Charreaux G. (2009). Gouvernance et Comptabilité, B. Collasse. *Encyclopédie Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit*, Editions Economica
- Charreaux G. et Desbrières P. (2002). L'actionnaire. *Revue française de gestion*, volume 28, n° 141, pp : 77 à 107.
- Cornell et Shapiro (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, pp: 5 à 14.
- Fama (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, volume 88.

- Hennisz & al (2020). Five ways that ESG creates value. McKinsey Quarterly, publié le 14/11/2019 sur www.Mckinsey.com
- Hubert de La Bruslerie (2009). Le temps, la finance et le management des entreprises. Revue française de gestion, n° 198-199. pp :31 à 57.
- Jean-Philippe Denis (2009). Entre finance et stratégie : calcul, mimétisme... exemplarité ?. Revue française de gestion, vol. 35, n° 198-199, pp : 95 à 123.
- Jensen & Meckling (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, n°3, pp: 305 à 360.
- Jensen M. C (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-over. American Economic Review, 76, n° 2, pp: 323 à 329.
- Khan R. et al. (2020). Corporate Governance Quality, Ownership Structure, Agency Costs and Firm Performance. Evidence from an Emerging Economy. Journal of Risk and Financial Management, volume 13, n°7, p:154.
- Kontuš E. (2021). Agency costs, capital structure and corporate performance: A survey of Croatian, Slovenian and Czech listed companies. Ekonomski Vjesnik, volume 34, n°1, pp: 73 à 85.
- Liu et al., (2022). Determinants of financial performance: An evidence from Internet finance sector. Managerial and Decision Economics.
- Mansyur S. et al. (2020). Financial performance as mediator on the impact of capital structure, wealth structure, financial structure on stock price: The Case of the Indonesian banking sector. European Journal of Business and Management Research, volume 5, n° 5.
- Martinet A.C. (2002). Impartition et management stratégique. Le Management des Achats, Hommage à P.Y. Barreyre, P.U. Grenoble, pp :23 à 36.
- Maurice A. S & Jean. G (2009). Stratégie et création de la valeur. Le Voisier – Revue Française de Gestion. 2009/6 n° 196, pp: 113 à 130.
- Michel Albouy (2016). 40 ans d'influence en gestion financière et gouvernance des entreprises. lavoisier « revue française de gestion » 2016/4 , n° 257 , pp : 11 à 31.
- Muneer et al. (2013). Moderating effect of agency cost on the relationship between capital structure, dividend policy and organization performance: A brief literature review. Actual Problems of Economics, n°11, pp: 434 à 442.

- Myers S. C., Majluf N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, n°13, pp: 187 à 221.
- Pierre Batteau (2009). Actionnaires, dirigeants financiers et managers. *Revue française de gestion*, n° 198-199, pp: 319 à 342.
- Pierre-Yves Gomez (2009). La gouvernance actionnariale et financière. *Revue française de gestion*, n° 198-199, pp: 369 à 391.
- Tokarski A. (2006). Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych (Stratégies de financement des opérations des entreprises manufacturières). Wydaw. Adam Marszałek, Toruń , pp :116 – 119.
- Tuan T. M. et al. (2019). Impact of agency costs on firm performance: Evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, volume 10, n°2, pp: 294 à 309.
- Ward K. et Grundy T. (1996). The Strategic Management of Corporate Value, *European Management Journal*.
- Wędzki D. (2002). Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa (Stratégies de liquidité financière dans les entreprises), Oficyna Ekonomiczna, Kraków, p :73.
- Yerro h. & al. (2021). La flexibilité financière : Une réflexion sur les entreprises sous-endettées dans les contextes de crises. *Revue Française d'Economie et de Gestion*. Volume 2, n° 4.

Ouvrages / Chapitres d'ouvrage :

- P. Vernimmen et P. Quiry et Y. Le Fur (2021). Finance d'entreprise. Editions Dalloz. 20ème Edition.
- François Courtheoux (2020). Stratégie financière de l'entreprise. Chapitre dans l'ouvrage « Réussir ma 1^{ère} année d'école de commerce », *EMS Editions*, Hors Collection. pp : 361 à 387.
- Bertrand Jacquillat (2009). Quelle rentabilité du système financier dans l'avenir ? Chapitre dans l'ouvrage « Dans quelle perspective pour les banques ». Collection Cahiers des cercles des économistes, Édition Presses Universitaires de France. pp : 27 à 41.
- A.C. Martinet et A. Silem (2009). Lexique de gestion et de management. Dunod. 8ème édition

Enquêtes/Etudes :

- Babcock & al (2021). “How executives can help sustain value creation for the long term”. McKinsey on Finance, Number 7, publié en juin 2021 sur www.Mckinsey.com
- Ghesquieres & al. (2017). “Increasingly Concerned Investors Seek Long-Term Value Creation”. Boston Consulting Group, 12/17 Rev 1/18, publié le 14/12/2017 sur www.bcg.com