

RESPONSABILITE SOCIALE DES ENTREPRISES, CAPACITE D'INVESTISSEMENT ET COUT DU CAPITAL

Projet de recherche proposé par Bruno Biais, Catherine Casamatta et Thomas Mariotti
IDEI & Université de Toulouse

Objectif de la recherche

L'objectif de cette recherche est d'étudier dans quelle mesure le choix de projets socialement responsables peut affecter la gouvernance des entreprises, leur capacité à investir, et leur coût du capital. En particulier, ce projet propose de répondre aux questions suivantes :

- Quelles entreprises sont plus à même d'investir dans des projets socialement responsables ?
- Quels problèmes d'agence spécifiques ces choix d'investissement entraînent-ils ?
- Quelles sont les conséquences sur la capacité d'investissement des entreprises, sur leur rentabilité et sur la demande des investisseurs pour ce type de projets ?

Problématique

1) La théorie financière pour des projets d'investissement « neutres »

Un des apports fondamentaux de la théorie financière moderne concerne les liens entre politique d'investissement, politique financière et valeur des entreprises. Dans un monde « parfait », la valeur des entreprises et leur coût du capital sont simplement déterminés par les caractéristiques des projets qu'elles mettent en place (Modigliani-Miller (1958)).

Les relations d'agence qui existent entre investisseurs et dirigeants d'entreprise rendent ces questions plus complexes. Les investisseurs doivent confier aux dirigeants la bonne gestion de leurs fonds, alors qu'ils n'observent pas parfaitement les caractéristiques des choix des dirigeants, ou qu'ils ne contrôlent pas forcément la bonne utilisation des ressources des entreprises. Ces problèmes d'agence vont alors influencer la politique financière des entreprises : certains modes de financement seront plus à même d'aligner les intérêts des dirigeants et des investisseurs. Les coûts d'agence vont également avoir un impact sur le coût du capital des entreprises, sur leur capacité d'investissement, et sur leur valeur¹.

2) L'intégration des projets socialement responsables

Dans ce contexte d'agence, les projets socialement responsables des entreprises vont jouer un rôle majeur. Une caractéristique essentielle de ces projets est qu'ils ne se réduisent pas à une simple performance financière. Comme l'ont souvent souligné les participants des groupes de travail de la Chaire, le lien entre bénéfices financiers et bénéfices extra financiers attendus est variable : certains projets socialement responsables peuvent amener une plus grande performance financière (accroissement des ventes due à une demande pour des produits à valeur « éthique », meilleure productivité par le développement du capital humain de l'entreprise, meilleure prise en compte de risques futurs...). Dans ce cas, la politique socialement responsable de l'entreprise ne modifie pas la relation d'agence entre investisseurs et dirigeants.

Pour d'autres projets, les bénéfices extra financiers attendus peuvent compenser une moindre

¹ Voir Tirole (2006) pour une synthèse de cette branche de la littérature financière.

performance financière pour des investisseurs « altruistes ». Ces projets sont les plus à même d'altérer la relation d'agence entre investisseurs et dirigeants et posent de nouvelles questions: Dans quelle mesure les dirigeants peuvent-ils influencer les différentes dimensions de la performance de ces projets ? Par quels canaux l'investisseur-actionnaire peut-il le mieux inciter le dirigeant d'entreprise à intégrer des considérations extra financières dans sa stratégie ? Quels critères de performance retenir ? Comment ces éléments affectent-ils les coûts d'agence de l'entreprise, et sa capacité d'investissement ? Quelle est alors la rentabilité exigée par des investisseurs « altruistes » ou « cyniques » ?

Méthodologie

Pour répondre à ces questions, nous proposons d'utiliser un modèle standard de finance d'entreprise (Holmstrom-Tirole 1997) dans lequel la performance d'un projet dépend d'une variable d'aléa moral choisie par son dirigeant. En considérant différentes populations d'investisseurs (« altruistes » ou « cyniques »), nous intégrerons explicitement une dimension extra financière à la performance des projets entrepris. Nous étudierons dans ce contexte les incitations à l'effort des dirigeants, et la politique d'investissement en fonction de la rentabilité exigée des investisseurs. Nous introduirons ensuite la demande des différentes catégories d'investisseurs pour déterminer le coût du capital à l'équilibre des entreprises, selon la nature des projets entrepris. Cette étude nous permettra de proposer des éclairages sur le comportement des entreprises, et la valorisation par le marché de leurs politiques. Elle devra également permettre de formuler des prédictions empiriques reliant ces différentes variables.

Références

- Holmström, B. et J. Tirole, 1997, Financial intermediation, loanable funds, and the real sector, *Quarterly Journal of Economics* 112, 663-692.
- Modigliani, F. et M. Miller, 1958, The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-297.
- Tirole, J. 2006, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.