Les coûts d'agence

Olivier Levyne (2007)
Docteur en Sciences Economiques
HDR en Sciences de Gestion

Cette notion s'inscrit dans le cadre de la résolution de conflits entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers de la firme dont les intérêts et les décisions ne sont pas nécessairement compatibles. Les coûts de surveillance engagés d'une part par les actionnaires à l'égard des dirigeants, d'autre part par les créanciers à l'égard des actionnaires constituent des coûts d'agence.

1. Coûts d'agence dus à l'endettement

Ces coûts correspondent à la baisse de la valeur d'entreprise engendrée par des décisions financières (investissement et financement) qui ne seraient pas prises par des sociétés financées exclusivement par capitaux propres. Ainsi, dans une situation proche de la faillite, la société accepte des projets risqués dont la VAN est négative ce qui abaisse mécaniquement la valeur d'entreprise. La probabilité, même très faible de succès de l'opération (génération par le projet de *cash flows* très significatifs), permet alors une appréciation de la valeur des fonds propres au détriment de celle de la dette. Par ailleurs les actionnaires refusent de recapitaliser la société par crainte d'abandonner à court terme le montant de leur apport aux créanciers alors que le montant de l'augmentation de capital permettrait de réaliser des projets dont la VAN est positive. Le manque à gagner qui résulte du rejet du projet, faute de déblocage du financement correspond alors au coût d'agence. Enfin, les dirigeants ont tendance à prendre des décisions d'affectation des ressources au profit immédiat des actionnaires au détriment des créanciers. Il s'agit alors de cadeaux aux actionnaires financés par la société ou encore de restrictions du budget de recherche et développement, ce qui permet de maximiser la distribution de dividendes mais menace à terme la compétitivité de l'entreprise et sa capacité à générer le *cash flow* nécessaire au remboursement de sa dette.

Les créanciers qui ont connaissance de ces pratiques déviantes relèvent alors le coût de la dette ce qui correspond au coût d'agence et prévoient des clauses de protection dans leurs contrats de prêts.

En outre, Smith et Warner (1979) proposent une liste des clauses de protection des créanciers qui ont pour objet de protéger ces derniers de la baisse de valeur de leurs créances engendrée par les comportements déviants des actionnaires. Il s'agit de la restriction des nouveaux emprunts, de la restriction des fusions, de la limitation des ventes d'actifs et des dividendes, du maintien de l'actif circulant à un niveau minimum et de l'obligation de fournir périodiquement une liste de renseignements aux créanciers.

Ces recherches ont été complétées par les travaux de Leland (1998)[1] et Golstein, Ju et Leland (2001)[2] qui prennent en compte - dans le cadre de modèles centrés sur la recherche de la

[1] Leland H., "Agency Costs, Risk Management and Capital Structure", *Journal of Finance,* Août 1998
[2] Goldstein R., Ju N. et Leland H., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review,* vol 76, 1986

structure financière optimale - les frais de transaction inhérents à la levée du financement par endettement, au du principal et au renouvellement du financement.

A titre illustratif, la direction d'une entreprise qui a une dette de 600 à rembourser dans un an, des immobilisations difficilement cessibles et le bilan comptable ci-après peut être tentée d'investir la trésorerie disponible (ici de 200) dans un projet risqué qui permettrait en cas de succès de faire face à l'échéance :

Tableau n°1 : bilan comptable et bilan économique avant réalisation d'un projet d'investissement

Bilan comptable avant réalisation du projet

Immoblisations	800	Capitaux propres	400
Disponibilités	200	Dette financière	600
Total actif	1000	Total passif	1000

Bilan économique avant réalisation du projet

Immoblisations	300	Capitaux propres	100
Disponibilités	200	Dette financière	400
Total actif	500	Total passif	500

Les caractéristiques du projet sont regroupées dans le tableau n°2 ci-après :

Tableau n°2 : caractéristiques d'un projet d'investissement

Investissement	200
Cash flow possible	Probabilité
1000	5%
100	95%
Cash flow moyen	145
Taux d'actualisation	8%
Cash flow moyen actualisé	134
VAN	-66

En cas de réalisation du projet, la trésorerie de 200 est ramenée à 0 et la valeur économique des immobilisations est augmentée de la valeur actualisée du *cash flow* espéré, soit 134. Au total, la valeur d'entreprise est réduite de 66 c'est-à-dire du montant de la VAN qui correspond au coût d'agence.

En outre, la perspective d'un succès du projet, même affectée d'une probabilité de 5%, qui permettrait le remboursement intégral de la dette et le versement du résidu de 400 aux actionnaires en cas de liquidation avant tout frottement fiscal conduit à une appréciation de la valeur de marché des capitaux propres. En supposant que celle-ci s'établisse à 120, la valeur de marché de la dette est alors ramenée à 314.

Tableau n°3 : bilan économique après réalisation d'un projet d'investissement

Bilan économique après réalisation du projet

Immoblisations	434	Capitaux propres	120
Disponibilités	0	Dette financière	314
Total actif	434	Total passif	434

2. Coûts d'agence des fonds propres

Les coûts d'agence des fonds propres résultent des conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Ils concernent par conséquent les entreprise dont la détention du capital est éclatée en un grand nombre d'actionnaires ce qui se traduit par une séparation entre d'une part la propriété, d'autre part la direction de la firme qualifiée par Galbraith de technostructure.

Ces conflits, analysés par Jensen et Meckling (1976)[3], résultent des décisions de gestion prises par les managers au détriment des actionnaires. Il peut s'agir de rémunérations excessives et attribution d'avantages en nature (*perquisites*). L'attribution de stock options est souvent considérée comme un moindre mal dans la mesure où leur valeur est conditionnée par l'appréciation du cours de bourse de l'action sous-jacente qui traduit en principe la performance du management. A cela s'ajoute une moindre motivation par rapport à celle des managers propriétaires de la société (*shirking*) et un emploi inefficient de l'excédent de trésorerie après financement des investissements de renouvellement des immobilisations (*free cash flow*) au lieu d'augmenter les dividendes au profit des actionnaires, comme le ferait une société contrôlée par son management. Cela se traduit par l'acquisition de valeurs mobilières de placement dont la VAN est par définition nulle et que les actionnaires auraient pu acquérir directement si la société leur avait versé davantage de dividendes ou par la diversification du portefeuille d'actifs en prenant le contrôle de sociétés qui exercent des métiers moins bien, voire non maîtrisés par l'entreprise. Dans cas, leur VAN est négative et l'abaissement de la valeur d'entreprise qui en résulte correspond au coût d'agence des fonds propres. Ces politiques de diversification sont dès lors souvent suivies d'un recentrage sur le métier de base. Quelques exemples de recentrages figurent en annexe 3.

Comme l'a expliqué Charreaux (1997)[4], le contrôle par les actionnaires des pratiques déviantes des dirigeants qu'ils ont mandatés est quasiment irréalisable. En revanche, le recours à l'endettement, qui fait peser à des degrés très variables, un risque de faillite sur l'entreprise, est de nature à renforcer la motivation des dirigeants à prendre des décisions optimales pour l'entreprise et donc, indirectement, pour ses actionnaires.

La progression de la capitalisation boursière des entreprises dont le recours à l'endettement conduit les dirigeants à plus de discipline est soulignée entre autres par Demsetz et Lehn

[3] Jensen M. et Meckling W., "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, octobre 1976

[4] Charreaux G., *Le Gouvernement des Entreprises, Corporate Governance, Théorie et Faits*, Economica, 1997

(1995)[5], Mikkelson et Partch (1989)[6], Jensen et Murphy (1990)[7], Maloney, McCormick et Mitchell (1993)[8] et Kaplan (1994)[9]

En cas d'absence de projets rentables, l'entreprise peut utiliser sa capacité d'endettement pour distribuer des dividendes aux actionnaires ou à des rachats d'actions c'est-à-dire à remplacer des fonds propres par de la dette.

A titre illustratif, Goffin (2001)[10] reprenant la description de la réorganisation de Sealed Air Corporation issue de l'ouvrage de Brealey et Myers (1996)[11], souligne la réduction des coûts d'agence de fonds propres engendrée par le recours à l'endettement : « *Sealed Air était une société très rentable, générant beaucoup de cash flow, sa production se faisant à l'abri de brevets de fabrication. Cette aisance aboutissait à un certain laxisme en particulier dans l'organisation de sa production qui était une bien mauvaise préparation pour affronter un futur plus difficile à l'expiration des brevets.*

La réorganisation a consisté […] à remplacer de fonds propres par des dettes. Au lieu de racheter ses propres actions […], Sealed Air a versé un dividende spécial très important à ses actionnaires, dividende financé par emprunt.

Le simple fait de remplacer des fonds propres par des dettes ne permet pas, comme par enchantement, de réorganiser le système de production, de décentralisation des décisions au sein de l'entreprise, de rémunération du personnel… Avant l'opération dividende spécial-endettement, des tentatives d'amélioration avaient été faites : elles s'étaient enlisées.

L'endettement dramatise la situation : il donne un coup de fouet et fait craindre le pire : la faillite, demain, à la porte. Il a été le catalyseur de la réorganisation.

Le succès de l'opération dividende spécial-dette a été complet : hausse sensible du bénéfice d'exploitation, baisse importante de la quantité de capitaux circulants utilisés par unité de vente… Alors qu'avant l'opération l'action Sealed Air réalisait chaque année à peu près la même performance que l'indice Standard & Poors 500, pendant chacune des 5 années qui ont suivi l'opération, l'action Sealed a réalisé une performance supérieure de 30% à celle de l'indice S&P 500 ».

---

[5] Demsetz H. et Lehn K., "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, décembre 1985

[6] Mikkelson W. et Partch M., "Managers' Voting Rights and Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, décembre 1989

[7] Jensen M. et Murphy K., "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, avril 1990

[8] Maloney M., McCormick R. et Mitchell M., "Managerial Decision Making and Capital Structure", *Journal of Business*, avril 1993

[9] Kaplan S., "Top Executive Rewards and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, juin 1994

[10] Goffin R., *Op cit*

[11] Brealey R. et Myers S., *Principles of Corporate Finance*, 5° éd, McGraw-Hill, 1996