

PROBLEMATIQUE DU FINANCEMENT: L'INNOVATION FINANCIERE,
UN OUTIL INDISPENSABLE

SEDJAR NADIA

Faculté Des Sciences Economiques Et De Gestion, Sétif

Résumé

Les interactions entre la macro finance et les marchés ne concernent pas seulement les responsables de la politique économique et les théoriciens mais tout autant si ce n'est plus, les opérateurs et les investisseurs sur les marchés.

Les marchés ont connu un développement considérable depuis le milieu des années 70. Il est utile de rappeler les éléments de relativité dans l'évolution de ces marchés. Ces derniers ne sont pas une vérité immanente voire transcendante que l'action d'hommes impurs viserait en permanence à oblitérer. L'innovation financière a une histoire contingente. Il est intéressant d'explicitier quelques éléments de celle-ci pour garder le recul nécessaire face aux mécanismes analysés.

Le processus conjoint d'innovation et de déréglementations financières a modifié les canaux de transmission de la politique monétaire.

Summary

The interactions between the macro finance and markets are not only responsible for economic and political theorists, but equally if not more, operators and investors in the markets.

The markets have expanded considerably since the mid-70s. It is useful to recall the items relativity in the evolution of these markets. They are not an immanent or transcendent truth that the men impure would permanently canceling. Financial innovation has a history contingent. It is interesting to explain some of it to keep the necessary mechanisms to face analyzed.

The joint process of innovation and financial deregulation has changed the transmission channels of monetary policy.

INTRODUCTION

L'apport des marchés financiers aux entreprises s'inscrit dans une problématique plus générale du choix d'un mode de financement: autofinancement, endettement ou utilisation de capitaux propres. Une fois ce premier choix opéré, l'entreprise est confrontée à une seconde alternative: dette intermédiaire ou recours aux émissions de billets de trésorerie ou d'obligations, appel à des capitaux propres privés ou émission d'actions dans le public. Pour les entreprises industrielles et commerciales, les marchés de capitaux ont un poids très contrasté selon le mode de financement considéré.

L'intermédiation financière n'est cependant pas seulement une industrie. Les banques gèrent le système de paiements, qui permet le fonctionnement d'une économie monétaire et les institutions financières (banques et marchés) transfèrent les fonds des épargnants vers les investisseurs. L'augmentation de la concurrence, l'innovation et la déréglementation financières améliorent l'allocation des ressources dans l'économie. Donc la globalisation financière ne peut que favoriser la croissance économique. Le

problème vient de ce que la croissance a faibli en Europe au cours des années 90 (dans un contexte de libéralisation financière quasi totale), que la finance américaine ne doit sa survie qu'à une double intervention publique (caisses d'épargne dans les années 80 et renflouement du système bancaire par la Réserve fédérale en 1990-1992), que la finance japonaise connaît des pertes catastrophiques entraînant des transferts publics apparents ou cachés dans les années 90 et que la finance des pays asiatiques connaissant le plus fort développement économique dans les quinze dernières années est totalement ou très largement administrée.

A théorie de la croissance endogène¹, montre que le progrès technique doit être produit et donc financé. L'importance du système financier vient de ce que la croissance dépend du financement des innovations techniques. **Ce financement est-il mieux assuré par les banques ou par les marchés?**

1. LES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT

Quels sont les déterminants du choix de financement effectués par la firme ? Pour certains auteurs, c'est l'alternative dettes/capitaux propres et donc la question de la structure financière optimale, qui est première. Pour d'autres, c'est l'alternative financement interne/financement externe qui domine. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous allons reprendre quelques arguments des tenants de la primauté de l'une ou l'autre de ces alternatives.

1.1. Choix de financement et structure financière optimale

L'entreprise choisit-elle un financement pour atteindre une structure financière cible ? Cette question a fait l'objet de larges débats.² Selon Modigliani et Miller (1958)³, dans un marché de capitaux parfaits, la valeur de la firme est indépendante de sa structure financière. Cependant, dès lors que l'impôt sur les bénéfices est pris en compte, le recours à l'endettement accroît de façon linéaire la valeur de l'entreprise, en raison des économies d'impôt liées à l'endettement (Modigliani et Miller, 1963)⁴. La convergence de ces résultats, établis initialement pour des classes de risque homogènes, avec le modèle d'évaluation des actifs (MEDAF) a été proposée par Hamada (1969)⁵, permettant ainsi une endogénéisation du risque. Enfin, Miller (1977) prenant en compte l'impôt sur les bénéfices et l'impôt personnel des investisseurs, revient sous certaines conditions à la première proposition d'indifférence de la valeur de la firme à son niveau d'endettement. Par contre, l'introduction de coûts de faillite amène à constater un niveau optimal d'endettement, qui constitue un compromis entre les économies d'impôt liées à la dette et l'espérance de coûts de faillite (voir notamment Leland, 1994)⁶.

Une seconde vague de travaux sur la structure financière s'appuie sur les théories du signal et de l'agence.⁷ Ross (1977)⁸ considère que l'émission de dettes est un signal de détention, par les dirigeants de la firme, d'informations positives. Leland et Pyle (1977)⁹ montrent que les dirigeants informés de la firme signalent de bonnes nouvelles en souscrivant les actions émises.¹⁰ La théorie de l'agence, initiée par Jensen et Meckling (1976)¹¹ s'appuie sur les

conflits prêteurs/actionnaires et conduit à retenir l'hypothèse de l'existence d'une structure financière optimale qui minimise les coûts d'agence.

1. 2. La théorie du financement hiérarchique

Cette théorie, avancée par Myers (1984)¹², s'appuie notamment sur les travaux de Myers et Majluf (1984)¹³. Ces derniers prennent en compte les liens entre les décisions d'investissement et de financement dans un modèle de signalisation.¹⁴ Selon ces auteurs, pour financer leurs investissements les firmes vont commencer par utiliser le financement interne, S'il est insuffisant, elles recourent au financement externe le moins risqué, la dette, puis aux financements hybrides tels que les obligations convertibles et enfin, en dernier ressort, aux émissions d'actions.¹⁵

Ainsi le recours aux capitaux propres externes apparaît comme un financement résiduel. Mais cette hiérarchie est vérifiée globalement. Dès lors que l'on s'intéresse exclusivement au financement par les marchés, le recours aux capitaux propres est le premier des financements externes, en raison de l'importance de l'intermédiation financière pour la dette.

1.3. L'intermédiation financière

L'entreprise optant pour un financement externe a le choix entre recourir à un intermédiaire financier, procéder au placement privé de ses titres ou faire appel aux marchés de capitaux.

L'évolution du taux d'intermédiation financière, l'intérêt d'un placement privé et les explications des modalités de financement adoptées par les entreprises sont successivement examinés dans ce qui suit.

1.3.1. L'évolution des taux d'intermédiation

Le taux d'intermédiation, tel qu'il est calculé par le Conseil National du Crédit depuis 1991 qui compte les dettes et les capitaux propres, a diminué sensiblement pour les sociétés non financières: il est passé de 0,64 en 1985 à 0,53 en 1994.¹⁶ Les intermédiaires financiers accompagnent toutefois la croissance des marchés par le développement d'activités de conseil ou le rachat de sociétés de bourse. Du fait qu'ils figurent parmi les principaux bénéficiaires des émissions sur les marchés, ils sont ainsi à l'origine, selon les années, de 15 à 25 % des émissions de titres de capital ou d'obligations sur les marchés. Leur place sur le marché des titres de créances négociables est prépondérante, tandis que les encours des billets de trésorerie, principaux véhicules de financement désintermédié à court terme pour les entreprises, tendent à stagner.¹⁷

1.3. 2. Le placement privé de titres

Cette source de financement se situe entre le financement bancaire classique, mettant en présence l'entreprise et un interlocuteur unique et le financement de marché pour lequel l'entreprise se trouve face à un grand nombre d'investisseurs. Dans l'émission de titres privés, l'entreprise fait appel à

un nombre limité d'investisseurs connus. L'intérêt du placement privé par rapport au placement public réside dans la faiblesse des frais d'émission.¹⁸

Le placement privé concerne une part très importante des émissions d'actions et notamment les augmentations de capital des sociétés non cotées. En 1994, 72 % des émissions d'actions étaient privées. Selon Hertz et Smith (1993)¹⁹, l'émission privée d'actions signalerait une sous-évaluation de la firme. Wruck (1989)²⁰ constate une réaction positive des cours à l'annonce d'émission d'actions privée, contrairement à ce qui est observé pour les émissions publiques.

1.4. Le financement intermédiaire ou le financement de marché: les critères de choix

Le financement par dettes, pour lequel la question de l'intermédiation est primordiale, est exclusivement considéré dans ce paragraphe.

Les entreprises ne se sont pas tournées de façon systématique vers les marchés de capitaux pour assurer leur financement par dettes, alors même que les conditions financières offertes étaient souvent plus avantageuses que celles que leur proposaient les banques.

Trois arguments peuvent être considérés : d'une part, le coût de l'accès aux marchés est non nul, d'autre part, les banques offrent des services inexistantes sur les marchés et enfin, le recours aux marchés de capitaux a permis de diminuer le coût de l'intermédiation financière.

L'accès aux marchés de capitaux a un coût et des rigidités qui le réservent aux plus grandes entreprises. Ainsi, les frais d'émission et de notation sont dissuasifs pour une émission obligataire de taille réduite. Les emprunts obligataires ne peuvent être renégociés et les clauses de remboursement anticipé sont très mal perçues par les investisseurs. Les billets de trésorerie ont un montant unitaire d'un million de francs et des durées fixées à l'origine. Ces coûts, dont une partie est fixe, ne sont compensés par les gains sur les taux d'intérêt que pour les émissions de montant important et interdisent de fait l'accès au marché pour les entreprises de taille moyenne.

1.4.1. L'intérêt de l'intermédiation bancaire

Le recours aux banques peut se justifier par l'existence d'asymétries d'information entre les prêteurs et les entreprises emprunteuses. Ces dernières disposent en effet de projets à financer dont le risque est inconnu des prêteurs.²¹

L'information relative à ces projets est plus aisée à découvrir par la banque (qui a des relations financières privilégiées, souvent à long terme, avec l'entreprise) que par les obligataires, nombreux et totalement étrangers à l'entreprise.²²

Le coût de surveillance de la firme est également plus réduit pour la banque que pour l'ensemble des investisseurs en cas d'appel au marché. James (1987)²³ affirme que la conclusion de nouveaux prêts bancaires, révélant une information favorable sur la firme et réduisant l'incertitude des investisseurs non informés, est accompagnée de réactions positives des cours. Selon

Diamond (1991)²⁴, la relation financière intermédiée permet à l'entreprise de se constituer une réputation de bon risque, sous le contrôle de la banque, favorisant une levée de fonds ultérieure sur le marché.

Par ailleurs, les banques se montrent plus compréhensives que les obligataires envers une entreprise rencontrant des difficultés financières : c'est ce que mettent en évidence par exemple Gilson et al. (1990)²⁵. L'attitude des banques confrontées à des entreprises en difficulté est saluée par le marché Lummer et McConnel (1989)²⁶ signalent que les renégociations d'emprunts sont accompagnées de réactions positives des cours tandis que les annulations ou les réductions de dettes y entraînent des réactions négatives. Selon Chemmanur et Fulghieri (1994)²⁷, les banques qui souhaitent se bâtir une réputation de bons décideurs en présence d'entreprises en difficulté (renégocier ou liquider) consacrent de plus larges sommes à l'évaluation de ces firmes et minimisent les risques de liquidation à tort.

Par contre, les entreprises dont la probabilité de défaillance est moindre manifestent une préférence pour l'émission obligataire.

1.4.2. La diminution du coût de l'intermédiation financière

Plusieurs auteurs soulignent la complémentarité des rôles des banques et des porteurs d'obligations dans la production d'informations et le contrôle de la firme (notamment Booth, 1992)²⁸. Les firmes ont toujours intérêt à limiter le pouvoir de négociation de leur banque, soit en recourant à d'autres banques (Rajan, 1992)²⁹, soit en s'adressant au marché.

L'une des conséquences les plus notables de la possibilité pour les firmes de se financer directement sur les marchés financiers a été la diminution du coût de l'intermédiation financière. Ainsi, les références d'une grande partie des crédits accordés sont désormais les taux de marché et non le taux de base bancaire et cela a entraîné la diminution des marges bancaires. Les firmes peuvent également recourir à des financements de marché intermédiés, notamment par le biais des groupements.

1. 5. Les marchés, pourvoyeurs en capitaux propres des entreprises

Les entreprises industrielles et commerciales ont la possibilité de faire appel aux marchés de capitaux pour un financement par dettes ou par capitaux propres. Mais les proportions de chacun de ces modes de financement divergent très profondément dans leur poids total dans le financement de l'entreprise. Par ailleurs, en France, l'autofinancement et le crédit inter- entreprises revêtent une importance particulière. Ainsi, le taux d'autofinancement (autofinancement sur formation brute de capital fixe) dépasse 90% depuis 1986. Le crédit interentreprises représente environ 25 % des ressources financières des sociétés, soit près de deux fois le montant des dettes bancaires.³⁰ La présence d'asymétries d'information entre les prêteurs et les emprunteurs expliquerait l'existence du crédit interentreprises. Le fournisseur disposerait d'informations de meilleure qualité et à un moindre coût sur la firme cliente et pourrait ainsi

procurer des ressources moins onéreuses que les autres circuits de financement.³¹

Les marchés procurent essentiellement un financement par capitaux propres aux entreprises. Leur apport net en 1994 a été de 267,7 milliards de francs d'actions pour 25,3 milliards d'obligations. Ces données peuvent être complétées par la comparaison du poids des émissions des sociétés et quasi-sociétés non financières dans les montants totaux des émissions.

Les émissions des entreprises non financières en 1994 représentent ainsi 85 % des appels au public pour les titres de capital, mais 6 % des titres de créances. Ceci est d'autant plus remarquable que, parmi les émissions obligataires réalisées par les sociétés cotées, plus de 90% soient des obligations convertibles ou remboursables en actions, c'est-à-dire des quasi-capitaux propres. En effet, comme le fait remarquer Stein (1992)³², l'émission d'obligations convertibles est un substitut à l'augmentation de capital lorsque celle-ci n'est pas possible.

Les marchés de capitaux apparaissent ainsi essentiellement comme des pourvoyeurs de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres, tandis que la dette reste très largement intermédiée.

2. LES MARCHES ET LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE REELLE

Un opérateur sur un marché obligataire ne vend pas seulement un produit de taux à support obligataire mais, qu'il le veuille ou non et que cela le choque ou pas, il achète et vend l'économie française et ses performances présentes et anticipées par rapport à celles des économies concurrentes, même si le cheminement semble très indirect.

Dans l'absolu et à condition d'être un *trader* surdoué, un opérateur peut ignorer la politique économique si sa capacité à analyser sans se tromper les micro variations instantanées des marchés lui permettait d'ignorer les fondamentaux, c'est-à-dire les évolutions économiques fondamentales et leur interprétation dans un cadre théorique cohérent. En effet, un marché efficient peut servir de substitut à l'analyse cohérente des évolutions fondamentales puisque, par définition, le prix sur un marché efficient incorpore toute l'information sur les fondamentaux qui déterminent le prix: la forme semi-forte de l'efficience suppose l'incorporation de toute l'information publique tandis la forme forte suppose la prise en compte de toute l'information connaissable (la forme faible suppose que le prix prend en compte toute l'information révélée par les prix passés)³³.

Mais il faut simultanément être un trader exceptionnel et ne s'intéresser qu'aux variations de prix d'une minute à l'autre pour survivre longtemps sans s'intéresser ce qui se passe en dehors de son desk, étant donné que l'on risque à tout moment d'être surpris par une évolution de prix traduisant une rupture même microscopique de l'environnement. Or, depuis l'effondrement du système monétaire international (SMI de Bretton Woods) en 1973 et la fin des

changes fixes, l'environnement est devenu une suite de ruptures micro ou macroscopiques.

2.1. La révolution financière internationale

Si le SMI de Bretton Woods s'était adapté aux transformations de l'économie mondiale dans les années 60 et au début des années 70 et si la libéralisation des années 80 s'était accompagnée d'un renforcement significatif de la coopération monétaire et financière internationale, les marchés financiers n'auraient pas connu l'essor qui a été le leur depuis plus de deux décennies. Avec des parités régulièrement adaptées pour tenir compte des évolutions économiques fondamentales et une harmonisation des politiques monétaires renforcée par une réglementation prudentielle suffisamment stricte, les changes fixes auraient fortement limité les besoins d'assurance contre les variations des taux de change et d'intérêt puisque ces dernières seraient restées limitées et largement prévisibles en termes de direction.

Il faut constamment rappeler que - depuis le début des années 70 - c'est la variabilité fortement accrue des taux de change et d'intérêt qui a provoqué la vague d'innovation et de déréglementation financières ayant pris une dimension explosive depuis le milieu des années 80. Les principaux marchés financiers, notamment les marchés à terme et dérivés, se sont développés grâce cette variabilité des prix des actifs financiers, elle-même résultant des ruptures de l'environnement économique. Ignorer les ruptures et leur évolution qui ont donné naissance aux marchés ou qui nourrissent leur développement est, par construction, la plus sûre manière de passer à côté des évolutions présentes et futures des marchés.

L'investissement des pays ou de leurs agents économiques ont également conduit à des innovations financières ou au développement de produits financiers permettant de placer les excédents et de financer les déficits d'épargne.

Depuis le début des années 70, le monde financier international est marqué par l'internationalisation des activités bancaires et l'intégration progressive des marchés financiers des grands pays industriels. Cette évolution qui contraste fortement avec le cloisonnement des marchés financiers nationaux et internationaux observés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale nous ramène étrangement à la situation des années 1870 à 1914. A la fin du XIXe siècle, avec le renforcement du système monétaire fondé sur l'étalon or, les flux d'épargne transfrontières ont été considérables. De 1880 à 1914, près du quart de l'épargne française disponible et presque 40 % d'épargne britannique disponible avaient été exportés. L'Argentine finançait près de la moitié de son investissement par des capitaux extérieurs. Les importations de capitaux étaient également considérables aux Etats-Unis. Cette période vit un fort développement des marchés de titres négociables et des banques d'affaires.

Dans les années 70, ce sont au contraire les banques commerciales qui vont initier le mouvement d'internationalisation financière que le développement et l'intégration des marchés financiers transformeront en une

globalisation financière ce dernier est presque complet depuis le milieu des années 90.

2.2. Les causes de l'innovation financière

La notion d'innovation financière est apparue de manière relativement récente dans l'analyse économique et ce, au contraire de la notion d'innovation industrielle.

Les cinq grandes causes de l'innovation financière au cours des années 70 et surtout 80 ont été :

- L'aggravation constante de la variabilité des taux d'intérêt et des taux de change depuis la fin du système de Bretton Woods,
- Le creusement des déficits publics dans les grands pays industriels,
- Le développement des nouveaux systèmes de télécommunications et de la technologie informatique qui ont rendu possible de nombreuses opérations nécessitant le traitement d'une grande quantité de données et a conduit à une baisse notable des coûts de transaction,
- la déréglementation et le renforcement de la concurrence qui ont également accéléré l'innovation financière,
- L'apport des théoriciens de la finance qui ont développé des modèles rigoureux permettant d'évaluer le prix de certains instruments parmi les plus échangés aujourd'hui, telles que les options.

Les produits les plus importants de la nouvelle vague d'innovations financières sont ceux qui permettent de transférer les risques de variations des prix et en particulier des taux d'intérêt et des taux de change. Les instruments à taux variable, les opérations à terme, les options et les swaps (échanges et de devises) sont utilisés pour couvrir ces risques de changement des actifs financiers.

La crise de l'endettement des pays en voie de développement et les problèmes de certains secteurs économiques dans les pays industriels ont conduit à mettre en doute la qualité de nombreux prêts bancaires et à pousser les banques à améliorer la couverture de leurs actifs par des fonds propres, cela soit en augmentant leur capital soit en revendant des portions d'actifs «sains» sous forme de titres négociables selon une technique appelée titrisation. Le développement général de ce processus qui tend sur un marché à substituer au financement par des crédits bancaires peu ou non mobilisables un financement à l'aide de titres négociables a conduit à ce que l'on a appelé la mobiliérisation du financement de l'économie. Cette mobiliérisation a été facilitée par la création de marchés secondaires pour améliorer la négociabilité et la transférabilité des titres.

De nombreuses innovations ont eu pour but de créer de nouvelles formes de crédit ou de liquidité souvent pour se prémunir contre le risque d'éviction du marché financier par les besoins budgétaires des Etats. On peut citer les *junk bonds* (obligations de deuxième ordre), les marchés nationaux et

international de billets de trésorerie et une liste impressionnante d'euro-obligations à caractéristiques variées comme des *warrants* détachables ou des garanties de taux plafonnés (*rate caps*) également détachables³⁴.

2.3. L'innovation et la déréglementation

Il est souvent difficile de distinguer l'innovation financière et la déréglementation dans la mesure où elles apparaissent, dans certains cas, comme les deux facettes d'un même phénomène.

La plupart des réglementations de l'activité financière ont été introduites dans les années 30 à la suite des crises bancaires très graves de la fin des années 20 et du début des années 30. Le cloisonnement des marchés financiers et l'administration des taux d'intérêt étaient deux des principaux domaines de ces réglementations. Un troisième domaine, moins affecté par le mouvement financier actuel, touchait aux systèmes de réserves obligatoires et, dans certains pays, ceux d'assurance des dépôts destinés à renforcer la stabilité des systèmes financiers.

Dans la plupart des pays industriels, des barrières institutionnelles et géographiques furent élevées entre les banques et les autres intermédiaires financiers tels que les caisses d'épargne, les institutions tournées vers l'investissement à long terme, les compagnies d'assurance et les autres investisseurs institutionnels. Dans certains cas, les barrières institutionnelles visaient à isoler les banques de dépôts des banques d'affaires ou d'investissement.

Lorsque le coût d'opportunité des réglementations devient prohibitif pour les agents économiques, la tentation de recourir à de nouveaux instruments ou techniques financiers pour contourner ces réglementations se révèle irrésistible. A mesure que ces techniques se développent, les autorités sont amenées à modifier ou à éliminer ces réglementations afin de limiter les distorsions de prix et à reprendre le contrôle des marchés financiers. A la fin des années 70 et au cours des années 90, la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change ainsi que les déficits publics croissants dans certains pays, ont accru les distorsions au sein des marchés financiers réglementés. Par exemple, l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue n'a pas le même effet selon que l'inflation est à 2 ou 12 % et les taux monétaires à court terme à 4 ou 9 %. A ce propos, on peut contraster la situation américaine caractérisée par la réglementation Q, la séparation bancaire du *Glass-Steagall Act*, les lois restrictives sur les implantations de succursales, la forte inflation et les profondes perturbations des années 70 et 80 et la situation allemande avec des taux d'intérêt créditeurs libérés depuis 1967, un système de banque universelle et une meilleure maîtrise de l'évolution macro-économique pendant la même période. Les pressions exercées pour l'innovation et la déréglementation financières ont été évidemment plus fortes aux Etats-Unis qu'en Allemagne, au cours des années 80, sans que cela traduise une supériorité du système financier américain sur le système allemand. La globalisation effective de la finance dans

les années 90 force toutefois l'Allemagne à libéraliser son industrie financière pour maintenir sa compétitivité.

3. LA FINANCE ET L'ECONOMIE REELLE

L'innovation financière répond à la variabilité des taux d'intérêt et des taux de change et introduit de nouvelles formes de financement. Elle participe au développement économique en créant des activités à forte valeur ajoutée. L'intermédiation financière est ainsi devenue une industrie moderne.

3. 1. Les banques et les marchés

L'innovation et la déréglementation financières ont permis une nouvelle allocation des patrimoines financiers au détriment des banques et des caisses d'épargne au profit des marchés de titres de propriété et de l'immobilier. Il en est résulté dans les années 90 et au tout début des années 90 (il s'agit ici d'une constatation et non de l'affirmation d'une causalité) une inflation des prix des actifs immobiliers et boursiers plutôt qu'un accroissement de l'investissement productif et de la création des richesses. On note ainsi que finance n'assure sa mission fondamentale au service de la croissance réelle que dans la mesure où l'épargne est investie dans la production de richesses nouvelles plutôt que dans l'échange spéculatif de titres de propriété sur des actifs existants.

Il faut donc distinguer *l'efficacité financière* de l'intermédiation, c'est-à-dire la réduction du coût de production des services financiers par la concurrence et la prise en compte de toute l'information pertinente par les opérateurs sur les marchés, de l'efficacité économique de l'intermédiation qui concerne sa contribution au fonctionnement et la croissance de l'économie réelle (Aglietta, 1995)³⁵. L'étude des systèmes financiers des grands pays industriels a longtemps permis de distinguer les pays dont l'intermédiation était dominée par les banques et ceux possédant une prééminence des marchés de titres³⁶. Les banques qui acceptent des dépôts, surtout à court terme, sont tenues de prêter ces fonds sous une forme aussi liquide que possible afin de pouvoir rembourser les dépôts à la demande.

Lorsqu'il achète un titre de propriété, l'épargnant sait que le risque est beaucoup plus grand et que le rendement prévu (et censé être supérieur à un simple dépôt) peut ne pas être versé pendant longtemps ou même jamais: les actions sont la forme la plus risquée d'épargne et servent à financer les investissements à long terme les plus incertains. On s'attend donc à ce qu'une *intermédiation financière bancaire* (dominée par les banques) favorise, toutes choses étant égales par ailleurs, des investissements plutôt peu risqués et à court terme mais diversifiés. Une intermédiation financière dominée par les émissions et les échanges de titres de dette et de propriété (ou intermédiation de titres) devrait favoriser des investissements plus risqués et à plus long terme à condition que prédominent les titres de propriété et d'endettement à long terme. Toutefois, *une intermédiation de titres* ne concerne qu'un nombre réduit d'intervenants.

On appelle économie d'endettement une économie marquée par une intermédiation financière bancaire dans laquelle les entreprises, en particulier, se financent essentiellement par endettement auprès des banques. Une économie dans laquelle prédomine une intermédiation de titres est appelée économie de marchés de capitaux.

La supériorité d'un système sur l'autre - comme support de la croissance économique pour un niveau donné d'incertitude - est difficile à démontrer, surtout lorsque les titres de dette à court terme se multiplient dans les économies de marchés de capitaux. Cependant, alors que l'incertitude augmentait nettement dans les années 80, les pays à intermédiation bancaire prépondérante prirent de nombreuses mesures pour améliorer le fonctionnement de leurs marchés financiers tandis que les flux d'épargne se réorientaient vers ces marchés. Face à l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change et plus généralement sur l'environnement économique, la négociabilité et la liquidité des titres attiraient les investisseurs et les épargnants. Pour autant, il est difficile de prétendre qu'une économie de marchés de capitaux favorise nécessairement la croissance si elle privilégie les titres d'endettement à court terme. En revanche, si la concurrence y est plus vive et l'intégration de l'information pertinente dans les prix plus rapides, l'efficacité financière de l'intermédiation est meilleure.

On peut considérer qu'une économie de marchés de capitaux où s'échangeraient uniquement des titres d'endettement à court terme est suffisamment proche d'une économie d'endettement à intermédiation bancaire (non par ses caractéristiques financières mais économiques) pour les ranger toutes les deux dans le cadre des économies d'endettement. Une économie de marchés de capitaux qui privilégie les actions sera appelée *économie de fonds propres*.

Sur le plan économique, la distinction opérationnelle est donc à faire entre économie d'endettement et économie de fonds propres plutôt qu'entre intermédiation bancaire ou intermédiation de titres (distinction de nature financière) si l'on ne précise pas la nature des titres. On remarquera à ce propos que dans les pays ayant des banques universelles qui interviennent également sur les marchés de capitaux, l'intermédiation bancaire ou de titres est dominée par ces banques qui portent ou commercialisent les titres selon leurs besoins propres.

Le financement des innovations techniques n'est donc pas nécessairement plus assuré dans une économie de marchés de capitaux, qui privilégie les titres de dette à court terme ou *le trading* d'actions des grandes firmes sans émissions d'actions pour les petites et moyennes entreprises (PME) dynamiques, que dans une économie d'endettement bancaire.

3.2. La macro finance et l'activité réelle

La distinction entre économie d'endettement et économie de marchés de capitaux a été faite par John Hicks³⁷. Afin d'apprécier l'impact de la politique monétaire, Hicks distingue les entreprises, puis par généralisation les économies

qui satisfont leurs besoins de liquidité grâce à la détention d'actifs liquides ou négociables et celles qui ont recours au découvert bancaire.

Dans les économies du premier type, la politique monétaire est exécutée par l'achat ou la vente de titres ; la variation du prix des titres, par arbitrage, est générale : la régulation monétaire se fait par les taux d'intérêt (qui varient en sens inverse des prix des titres)³⁸.

Dans une économie du deuxième type (économie d'endettement), la politique monétaire vise essentiellement faire varier la liquidité des banques afin de réduire ou de limiter l'accès des entreprises au financement par découverts bancaires. Cependant, dans ce type d'économie, la liquidité bancaire ne peut pas varier au point de mettre en danger la stabilité des banques ou de provoquer indirectement la faillite des entreprises : il y a donc une tendance à accepter une surliquidité bancaire qui favorise l'inflation, cette dernière ne pouvant être jugulée que par l'introduction d'une régulation directe du crédit.

La surliquidité tendancielle des économies d'endettement se traduit par un taux d'intérêt inférieur à son niveau d'équilibre qui s'accompagne d'un surinvestissement selon un processus *wicksellien*. Wicksell³⁹ a construit une théorie de l'inflation et des cycles économiques sur l'évolution relative du taux d'intérêt naturel ou efficacité marginale, du capital et du taux monétaire ou d'un défaut de sélection des investissements.

On voit ainsi que le mode de financement externe est associé à un mode de régulation monétaire, l'un réagissant sur l'autre au cours du temps. Dans une économie d'endettement, la régulation monétaire passe par le contrôle du crédit, mais si le crédit est trop strictement contrôlé et pour réduire la surliquidité, les entreprises font davantage appel au financement par titres négociables, ce qui conduit à terme à modifier ce type de régulation monétaire.

De même, il est nécessaire d'apprécier la différence de profitabilité structurelle entre une économie dite d'endettement et une économie dite de marchés de capitaux. La profitabilité structurelle de l'activité productive est définie ici comme le taux d'autofinancement tendanciel de l'investissement. Les économies qui étaient décrites dans les années 60 et 70 comme étant des économies d'endettement (Japon, France) avaient des profitabilités structurelles faibles. Les économies de marchés de capitaux (Etats-Unis et dans une moindre mesure Royaume-Uni) avaient une profitabilité structurelle élevée. Selon ce critère, l'Allemagne se rapprochait de l'économie américaine des années 70⁴⁰.

En pratique, on distingue les économies d'endettement à trois caractéristiques (profitabilité structurelle faible de l'activité productive, financement bancaire de l'économie et régulation monétaire par le contrôle du crédit) des économies de marchés de capitaux à trois caractéristiques (profitabilité structurelle élevée de l'activité productive, financement de l'économie par titres négociables et régulation monétaire par les taux d'intérêt).

Lorsqu'une modification de l'environnement international conduit à réduire la surliquidité d'une économie d'endettement en augmentant les taux d'intérêt réels et en limitant le recours au crédit, une évolution structurelle se produit et les entreprises font davantage appel au financement par titres

négociables tout en réduisant leur besoin de financement (augmentation de l'autofinancement par gain de productivité et réduction de l'investissement). A terme, la régulation monétaire par l'encadrement du crédit devient inopérante: on passe alors à une régulation monétaire uniquement par les taux d'intérêt. La transition d'un régime à l'autre peut être coûteuse comme on l'a vu en France dans les années 80.

Dans une économie ouverte, lorsque l'incertitude sur la nature de la demande adressée aux entreprises est forte et la variabilité des taux d'intérêts nominaux élevée alors que les taux réels sont durablement supérieurs au taux de croissance de l'économie, il est souhaitable que les entreprises aient une structure financière solide en autofinçant l'essentiel de l'investissement et en comptant sur un financement par actions et quasi-actions pour le solde. De plus, dans une économie ouverte marquée à la fois par un grand développement des marchés de capitaux et un faible contrôle du capital des sociétés cotées en bourse, la base réduite en fonds propres des entreprises qui se financent par endettement les rend vulnérables aux attaques boursières, ce qui fragilise le secteur productif. En outre et pour faire face à des risques accentués, il est souhaitable que les intermédiaires aient eux-mêmes des fonds propres importants.

Une *économie de fonds propres*, ayant une efficacité économique et financière généralement meilleure qu'une économie d'endettement dans un contexte marqué par des taux d'intérêt réels élevés et un environnement incertain, se définit comme étant une économie dans laquelle:

- la profitabilité de l'activité productive est forte,
- les agents non financiers et surtout les entreprises ont intérêt à se financer et se financent effectivement par augmentation de leurs fonds propres,
- Les intermédiaires financiers (banques et autres établissements de crédit et sociétés de bourse) sont tenus d'augmenter leurs fonds propres pour se développer.

L'économie de fonds propres est donc une économie de marchés de capitaux à quatre caractéristiques : profitabilité structurelle forte (élevée à très élevée) financement des entreprises par actions et quasi-actions, régulation monétaire par les taux d'intérêt et intermédiaires financiers fortement capitalisés. Une économie de fonds propres avec une forte propension à financer les PME par actions, notamment les entreprises en démarrage ayant pour projet de mettre en oeuvre de nouvelles technologies, est donc le meilleur vecteur de la croissance de l'activité productive dans un monde incertain.

Lorsque des relations étroites se nouent entre des banques et l'industrie, le système bancaire peut être un substitut aux marchés d'actions et au capital risque. Excepté dans les pays ayant établi des relations de ce type de longue date (comme en Allemagne), on constate que lorsqu'elles sont en difficultés, les banques ont tendance à couper les financements risqués en premier. Même en Allemagne où le système de banque industrie fonctionne bien, peu de

financements ont été donnés aux entreprises de haute technologie en démarrage, sauf avec le soutien de fonds publics accordés par les Länder.

4. INNOVATION FINANCIERE ET POLITIQUE MONETAIRE

Le développement des marchés a apparemment aboli les frontières entre actifs monétaires et financiers, ceci et aussi longtemps que ne se posent pas de problèmes de liquidité, La politique monétaire n'est pas sortie indemne de l'apparition de cet ensemble de titres.

4.1. La régulation par les taux d'intérêt

Les taux d'intérêt sont les prix qui équilibrent l'offre et la demande des divers actifs monétaires et financiers. Plus fondamentalement, les taux d'intérêt sont à la jonction des mondes réel et monétaire. Ils sont l'instrument de l'arbitrage entre les actifs réels (immeubles, machines, etc.), monétaires (billets, dépôts bancaires, etc..) et financiers (actions, obligations, billets de trésorerie, bons du trésor négociables, etc.) dans la composition des portefeuilles. Parmi tous ces actifs, les autorités monétaires peuvent souhaiter contrôler l'évolution des actifs monétaires pour influencer sur l'évolution du PIB nominal, dans la mesure où elles considèrent qu'il y a une relation stable ou semi-stable entre un agrégat monétaire à déterminer et le PIB nominal.

Dans la mesure où l'essor des marchés financiers conduit à une substituabilité presque parfaite ou largement facilitée, entre les actifs monétaires et financiers (surtout à court terme et aussi longtemps qu'il n'y a pas de problème de liquidité), il faut absolument prendre conscience qu'il ne suffit plus de contrôler quelques actifs monétaires pour réguler la création monétaire : *il faut orienter l'évolution de toute la gamme des actifs monétaires et financiers*. Les autorités monétaires doivent pouvoir agir rapidement sur la composition des portefeuilles d'actifs monétaires et financiers par le moyen le plus adapté à chaque système financier avec, pour conséquence, une plus grande variabilité des taux d'intérêt que dans un système réglementé avec une substituabilité limitée entre les actifs monétaires et financiers.

Puisque l'apparition d'un *continuum* (ensemble) d titres monétaires et financiers facilement substituables rend difficile la conduite d'une politique monétaire recourant aussi bien aux seules variations relatives de taux d'intérêt qu'au seul suivi d'un agrégat monétaire étroit, on ne peut réellement agir que sur le niveau général des taux d'intérêt, aux déformations près de la courbe des taux t compte tenu des arbitrages des agents non financiers et sur des agrégats larges de monnaie et d'endettement.

La politique monétaire, dans le contexte d'un *continuum* de titres, est devenue un art qui oblige à observer finement les évolutions du financement de l'économie pour éviter aussi bien la sous liquidité du système financier dans les phases descendantes des cycles financiers que le sur-financement des agents non financiers dans les périodes ascendantes des cycles financiers. Lorsqu'elle

maîtrise cet art, la banque centrale acquiert la crédibilité qui se mesure par la capacité à modifier les anticipations des agents financiers et non financiers par des variations limitées des taux d'intervention.

4.2. Politique monétaire, policy mix et croissance économique

Les cycles financiers s'accroissent donc les cycles réels avec une tendance à prolonger les points hauts et les points bas des cycles réels. Le cycle financier conduit précisément à accélérer les phases montantes et descendantes du cycle réel et à prolonger les points hauts et bas jusqu'à ce qu'apparaissent des déséquilibres insoutenables dans les zones de maximum et de minimum. Le cycle financier dans les économies à intermédiation de titres transforme le cycle réel en montagnes russes. Il appartient aux autorités monétaires d'édicter des dispositions prudentielles pour limiter l'ampleur des cycles financiers afin de stabiliser l'activité réelle: il faut éviter les survalorisations et les suraccumulations d'actifs dans les phases financières haussières et les phénomènes conduisant au vieillissement du capital physique et à l'exclusion du capital humain dans les longues périodes de déprime de l'activité. Malheureusement, en pratique, les autorités ont eu plus tendance - notamment en Europe et au Japon - à retarder les ajustements des prix des actifs à la baisse et pouvant seuls relancer l'activité lorsque les points bas sont vite atteints, plutôt qu'à endiguer les excès d'inflation des prix des actifs par un strict contrôle prudentiel.

Moins que le passage institutionnel d'une intermédiation bancaire à une intermédiation de titres, c'est l'évolution du financement par des instruments non négociables à valeur fixe vers un financement bancaire ou non bancaire par des instruments négociables à cotation variable qui a marqué les années 80. C'est ce qu'on peut appeler la *mobilisation* du financement de l'économie (Saint- Etienne, 1990). Les évolutions de prix des actifs financiers sont ainsi directement enregistrées dans les bilans des émetteurs et des détenteurs de ces titres. Le matelas de crédits qui absorbait les chocs financiers diminue d'épaisseur et les intermédiaires financiers comme leurs clients vivent de plus en plus, dans les années 90, au rythme des variations des cours sur les marchés.

Le maintien de l'ancrage nominal des économies dans les années 90 a la priorité absolue dans le contexte d'une finance globalisée dominée par le marché des financements. Le processus d'union monétaire en Europe prévoit explicitement que la stabilité des prix est le point cardinal de la politique économique et que l'indépendance de banques centrales recevant le contrôle de la stabilité des prix pour seule mission est une nécessité incontournable.

Le seul « petit problème » dans cette approche est qu'elle ne s'intéresse qu'à la stabilité des prix des flux de production et de consommation et non à celle des actifs financiers et immobiliers. L'approche contemporaine de la politique monétaire, notamment en Europe, ignore ainsi largement la réalité des cycles financiers. Or la quasi-stabilité des prix à la consommation ou à la

production n'a pas du tout la même signification selon que les prix des actifs sont dans une phase ascendante ou descendante.

Dans une phase ascendante, la revalorisation des patrimoines conduit les ménages à arbitrer davantage leurs revenus en faveur de la consommation ou de l'achat d'immobilier. Les ménages les plus fortunés peuvent contribuer à l'accélération des hausses de prix des actifs en investissant davantage en bourse. La hausse des prix des actions améliore les bilans des entreprises qui peuvent augmenter l'investissement ou se lancer dans des opérations financières de fusions-acquisitions qui accélèrent la hausse boursière. Les banques, mises en confiance par ce climat favorable à l'activité, prêtent largement. Le mouvement général de hausse des prix des titres conduit les agents non financiers à détenir moins d'actifs monétaires et davantage de titres financiers ce qui peut donner l'illusion, sur la base de la sagesse apparente des agrégats monétaires, qu'il n'y a pas de tensions particulières en formation dans le système macro-financier. Mais à partir d'un certain niveau des prix des actifs et donc de baisse des rendements, il peut y avoir une réintermédiation qui provoque une hausse des prix à la consommation ou à la production.

Dans une phase descendante des prix des actifs, la dévalorisation des patrimoines conduit les ménages à arbitrer davantage leurs revenus en faveur de l'épargne et ce, de plus en plus, à mesure que s'accélère la baisse des prix des actifs. Les investisseurs financiers retirent des fonds des bourses, ce qui favorise la baisse des valorisations et détériore brutalement les ratios d bilan des entreprises qui freinent l'investissement. Les banques, plus méfiantes, prêtent moins au moment même où le reflux des patrimoines vers les dépôts bancaires à la recherche de sécurité et de liquidité peut conduire à une augmentation de la masse monétaire, ce qui pousse les autorités monétaires à freiner la baisse des taux d'intérêt. Les agents non financiers, progressivement étranglés par la contrainte patrimoniale, consomment et investissent de moins en moins jusqu'à ce que les prix des actifs soient suffisamment déprimés pour justifier la prise de risque dans l'achat d'actifs.

Il résulte des considérations précédentes que dans une économie de marchés de capitaux avec *continuum* de titres et développement des cycles financiers, les autorités monétaires ne peuvent plus se contenter d'observer les agrégats monétaires ou d'endettement, aussi larges soient-ils, pour conduire la politique monétaire. Elles doivent, d'une part, observer en permanence toute la structure macro-financière pour s'assurer que les signaux monétaires ne sont pas en contradiction avec la réalité macro-financière et, d'autre part, veiller à ce que la politique monétaire s'inscrive dans un policy mix harmonieux qui assure la cohérence des politiques monétaire, budgétaire et de change.

Le maintien d'un policy mix harmonieux est d'autant plus décisif que les autorités monétaires ont en charge une monnaie liée à d'autres par un accord de change. Notamment dans le contexte européen, la tentation a été forte de renoncer à la conduite d'une politique monétaire interne pour s'amarrer une banque centrale plus crédible en privilégiant un objectif de taux de change sur tout autre objectif intermédiaire de la politique monétaire. Cette tentation peut

avoir un sens pour de petits pays dont l'économie réelle dépend largement de l'économie dont la monnaie est ciblée par la politique de change. « Pour une économie moyenne, il y a lieu de ne pas sacrifier l'observation et le contrôle d'indicateurs internes (agrégats de monnaie et d'endettement; indicateurs des structures macro financières) qui annoncent les déséquilibres qui se forment, à la seule défense du taux de change, indicateur externe qui sanctionne les équilibres qui se manifestent »⁴¹.

CONCLUSION

La globalisation financière a bouleversé la politique monétaire. On oublie toujours de préciser qu'une économie de marché est une économie monétaire de marché. Sauf en cas de troc, toute activité économique suppose un échange monétaire. Est-il concevable que la monnaie soit neutre et n'affecte pas l'évolution de l'activité réelle ?

La particularité du financement par les marchés vient de ce que le financement d'activités nouvelles n'est pas indépendant de l'évolution des prix des titres émis antérieurement. De véritables cycles financiers se forment par l'interaction entre la variabilité des prix des titres existants et des titres à émettre ou des actifs à financer. Les cycles financiers ont un impact de plus en plus fort sur l'activité réelle à mesure de l'intégration financière internationale.

Ainsi, la révolution financière internationale, postérieure à la mise en place des changes flottants, a conduit à l'accroissement de la demande d'instruments innovateurs permettant de transférer les risques, d'augmenter la liquidité ou de faciliter l'émission d'obligations et d'actions. Elle a également favorisé l'offre de ces instruments par la création de marchés organisés ou de gré à gré de titres négociables, d'une part et les efforts d'adaptation des intermédiaires financiers qui ont aidé à créer ces marchés et à assurer leur liquidité, d'autre part.

Bien que le retour éventuel à un environnement marqué par une croissance économique plus équilibrée et une variabilité moins forte des taux d'intérêt et des taux de change ainsi que par des déficits budgétaires et extérieurs réduits tendrait à diminuer l'incitation à l'innovation financière, la concurrence entre intermédiaires financiers les conduit à s'affronter sur la qualité du service et la réponse aux besoins précis des clients. Les banques emploient des équipes de recherche pour imaginer de nouveaux produits. Cette évolution de l'industrie financière devrait conduire à perpétuer le processus d'innovation financière, même si une stabilisation de l'environnement devrait en ralentir le rythme.

Les interactions entre les marchés, le financement de l'économie et la politique monétaire dominant aujourd'hui la détermination du policy mix et de la croissance de l'économie réelle. Les marchés, qui sont un instrument contingent d'optimisation, n'ont pas vocation à se substituer à la conduite d'une politique monétaire centrée sur l'ancrage nominal interne et le maintien d'une liquidité adéquate de l'économie. Il appartient aux gouvernements de mener une politique économique d'ensemble cohérente et favorable à la croissance à long terme de l'économie réelle, dans le respect des grands équilibres macro financiers.

Cependant, lorsque les gouvernements se révèlent incapables d'une telle politique, les marchés sont contraints de se protéger des errements des politiques publiques, quitte à aggraver les effets de ces errements, il ne convient pas alors de s'en prendre à l'aveuglement des marchés mais à l'incohérence des politiques économiques et sociales.

NOTES :

¹ Guellec D ; Ralle P ; Les nouvelles théories de la croissance, Ed. La Découverte, Paris, 1995.

² Une synthèse peut en être trouvée dans R. Cobbaut, *Théorie financière*, 3^e Ed. Economica, Paris, 1994.

³ Modigliani F ; Miller M. H; "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, June 1958, pp. 125-159.

⁴ Modigliani F ; Miller M. H; "Corporate income tax and the cost of capital : a correction", *American Economic Review*, June 1963, pp. 433-443.

⁵ Miller M. H; "Debt and taxes", *Journal of Finance*, May 1977, pp. 271-275 et voir aussi les travaux de Hamada R. S ; « The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stock », *Journal of Finance*, March 1969.

⁶ Leland H ; "Corporate debt value, Bond covenants, and optimal capital structure", *Journal of Finance*, September 1994, pp. 1213-1252.

⁷ Voir également l'article de P. Raimbourg, « Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise », *Encyclopédie de gestion*, tome 1, 1998, pp. 188-199.

⁸ Ross S ; "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *Bell Journal of Economics* (Spring 1977), pp. 23-40.

⁹ Leland H ; Pyle D ; « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », *Journal of Finance*, May 1977, pp. 371-388.

¹⁰ Une synthèse des nombreux articles publiés dans ce domaine figure dans M. Harris, A. Raviv, « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, March 1991, pp. 297- 355.

¹¹ Jensen M ; Meckling W ; "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics*, October 1976, pp. 305-360.

¹² Myers S C ; « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, July 1984, pp. 575-592.

¹³ Myers S. C ; Majluf S ; « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, June 1984, pp. 187-221

¹⁴ Signalons que cet ordre de financement a été suggéré par d'autres auteurs et praticiens bien avant 1984, mais que Myers l'a rapproché de la littérature théorique existante.

¹⁵ Voir également M.P. Narayanan, "Debt Versus Equity under Asymmetric Information", *Journal of Finance and Qualitative Analysis*, no. 23 1988, pp. 39-51.

¹⁶ Voir Icard A ; Drumetz F ; « Développement des marchés de titres et financement de l'économie française », *Bulletin de la banque de France*, Juin 1994, pp. 83-107. Ce mode de calcul considère comme intermédiés tous les financements accordés aux agents non financiers par les institutions financières sous forme de crédit ou d'achat de titres d'emprunts ou d'actions, en termes d'encours.

¹⁷ E. Gingler, *Le financement des entreprises par les marchés de capitaux*, Ed. PUF, Paris, 1991, p. 72.

¹⁸ Sur le choix dette publique/privée, voir notamment Blackwell D. W ; Kidwell D. S , « An Investigation of Costs Differences between Public Sales and Private Placement of Debt », *Journal of Financial Economics*, December 1988, pp. 253-278; Easterwood C. J ; Kadapakkam P. R , « The Role of Private and Public Debt in Corporate Capital Structure », *Financial Management*, vol. 20, no. 3 1991, pp. 49-57; M. Nekhili, *Structure financière de la firme et intermédiation financière*, Thèse de doctorat, université de Dijon, 1994.

¹⁹ Hertz M ; Smith R ; « Market discounts and shareholder gain from placing equity privately », *Journal of Finance*, June 1993, pp. 459-485.

²⁰ Wruck K ; « Equity ownership concentration and firm value : Evidence from private equity financing », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, 1989, pp. 3-28.

²¹ Par exemple, Leland et Pyle, 1977.

²² Ces arguments sont développés notamment par Diamond (1984), Ramakrishnan et Thakor (1984) et Williamson (1986). Sharpe (1990), Petersen et Rajan (1994) mettent l'accent sur l'importance de la relation à long terme entre l'entreprise et la banque, impliquant une disponibilité accrue des fonds.

²³ James C ; « Some evidence on the uniqueness of bank loans », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, 1987, pp. 217-235.

²⁴ Diamond D. W ; « Monitoring and reputation : the choice between bank loan and directly placed debt », *Journal of Political Economy* , vol. 99, 1991, pp 689-721.

²⁵ Gilson S ; John K ; Lang L ; « Troubled debt restructurings : an empirical study of private reorganisation of firms in default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, pp. 315-353.

²⁶ Lummer S ; McConnel J. J ; « Further Evidence on the bank lending process and the capital markets response to bank loan agreements », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, pp 99-122.

²⁷ Chemmanur T. J ; Fulghieri P ; « Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt », *Review of Financial Studies*, Fall 1994, pp. 475-506.

²⁸ Booth J. R ; « Contracts costs, Bank Loans, and the cross-monitoring hypothesis », *Journal of Financial Economics*, vol. 31, 1992, pp. 25-41.

²⁹ Rajan R ; « Insiders and outsiders : the choice between relationship and arms length debt », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, 1992, pp. 1367-1399.

³⁰ Voir notamment Biais *et al.* (1994). Notons toutefois que l'apport net de ressources n'est positif qu'à la condition que le montant des crédits accordés par les fournisseurs dépasse celui des crédits consentis aux clients. Dans le cas inverse, le crédit inter entreprises diminue des ressources de la firme.

³¹ Cette explication est développée notamment par Smith (1987).

³² Stein J. C ; « Convertible bonds as backdoor equity financing », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 1992, pp. 3-21.

³³ J. Hamon ; « Efficience faible. Efficience semi-forte », *Encyclopédie des marchés financiers*, Ed. Economica, Paris, 1998, Tome 1, p. 408.

³⁴ Herrenschmidt Jean-Luc ; « Déréglementation et innovations financières internationales », *Encyclopédie des marchés financiers*, Ed. Economica, Paris, 1998, Tome 1, p. 279.

³⁵ Aglietta M; *Macroéconomie financière*, Ed. La Découverte, Paris, 1995.

³⁶ P. ESWAR, K. ROGOFF, SHANG-JIN WEI & M. AYHAN KOSE, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence*, F.M.I., 2003 ([http :\www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf](http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf))

³⁷ J. SGARD, *L'economie de la panique : faire face aux crises financières*, La Découverte, 2002

38 Hi M. OBSTFELD & A. M. TAYLOR, *Globalization and Capital Markets*, NBER Working Paper 8846, 2002

39 Christian Saint-Etienne ; *Financement de l'économie et politique financière*, Ed. Hachette, Paris, 1990.

40 Christian Saint-Etienne ; *Politique financière et entreprises financières*, Ed. Economica, Paris, 1987.

J. SGARD : *L'économie de la panique : faire face aux crises financières*, La Découverte, 2002