

LA GESTION DU RISQUE : CONTROVERSE ENTRE STRATEGES ET FINANCIERS

La théorie financière distingue le risque total en une composante systématique, qui ne peut être diversifiée, et une composante non-systématique – spécifique – diversifiable. Selon la théorie financière, ces deux formes du risque sont indépendantes. Puisque les investisseurs peuvent éliminer la composante non-systématique du risque en détenant un portefeuille d'actions diversifiées, ils ne tiennent pas compte de la composante non-systématique du risque dans leur évaluation de la valeur des actions. En conséquence, selon la théorie financière les gestionnaires ne doivent pas gérer le risque non-systématique puisque ce dernier n'entre pas en compte dans l'évaluation que font les investisseurs de la valeur de la firme. En d'autres termes, gérer de manière active le risque est inutile car non suivi d'effet en termes de valeur. En revanche, les chercheurs en stratégie estiment que la gestion de la composante non-systématique du risque est indispensable. En effet, le risque d'entrée d'un nouveau concurrent, le risque d'obsolescence d'une technologie critique pour l'entreprise, le risque de défaillance d'un fournisseur essentiel sont du ressort du risque non-systématique. Le management stratégique se préoccupe de gérer ces types de risque de manière active. De ce fait, les dirigeants de l'entreprise doivent gérer le risque non-systématique (Bettis, R.A., 1983).

Il y a donc une contradiction flagrante entre la théorie financière et la discipline stratégique au sujet de la gestion du risque. L'objet de cet article est de parvenir à la résolution de cette contradiction. Dans une première partie nous présentons la contradiction relative à la gestion du risque. Une seconde partie remet en question l'indépendance des deux

formes du risque distinguées par la théorie financière. Les déterminants communs des deux formes du risque sont identifiés dans une troisième partie. Enfin, une conclusion met en relief l'apport principal de l'article et insiste sur l'intérêt pour la recherche en stratégie de la prise en compte des travaux des financiers.

1 Présentation de la contradiction relative à la gestion du risque

La théorie financière et la discipline stratégique formulent des prescriptions divergentes en ce qui concerne la gestion du risque et notamment sa composante non-systématique. La théorie financière détermine le risque total d'un actif financier comme la somme du risque non-systématique et du risque systématique. Le risque non-systématique est la part du risque total qui peut être éliminé par diversification. L'investisseur peut éliminer le risque non-systématique d'une action en diversifiant, c'est-à-dire en détenant l'actif en question en conjonction d'un portefeuille approprié d'autres actions. Le risque non-systématique est également appelé risque spécifique ou risque résiduel. Par contre, il n'est pas possible d'éliminer le risque systématique en diversifiant. Selon la théorie financière, le risque systématique affecte le rendement de toutes les firmes. Ainsi, le risque systématique est une mesure de la façon dont le rendement de l'actif financier covarie avec l'économie (Copeland & Weston, 1988, p.198). Les financiers désignent sous le terme de risque systématique la proportion du risque total qui covarie avec les influences macro-économiques.

1.1 La gestion du risque non-systématique

Selon la théorie financière, il ne faut pas gérer le risque non-systématique ou risque spécifique de la firme. En effet, le risque non-systématique peut être éliminé du portefeuille d'un investisseur par diversification. Cela suppose que le portefeuille d'actifs financiers soit

de grande taille et très diversifié de façon à s'approcher du portefeuille de marché¹. Néanmoins, au sein d'un tel portefeuille, le risque non-systématique est éliminé par un effet de moyenne.

En conséquence, les investisseurs ne sont pas intéressés par le risque non-systématique. Ils n'en tiennent pas compte dans l'évaluation qu'ils font du risque afférent aux actifs financiers.

En d'autres termes, les investisseurs ne tiennent pas compte du risque non-systématique dans leur évaluation de la valeur de la firme (Bettis, R.A., 1983, p.408). Ainsi, selon la théorie financière, les gestionnaires ne doivent pas gérer le risque non-systématique puisque la gestion de ce dernier n'a aucune répercussion sur la valeur de la firme (Lubatkin & O'Neil, 1987; Amit, R. & Wernefelt, B., 1990; Lubatkin, M. & Chatterjee, S., 1994).

Or la discipline stratégique postule exactement l'inverse. En effet, le risque non-systématique que supporte une entreprise est associé à ses ressources et compétences, ainsi qu'aux relations qu'elle entretient avec l'environnement - clients, fournisseurs, bailleurs de fonds... -. La discipline stratégique se préoccupe justement de gérer les ressources et les compétences de la firme ainsi que les relations que l'entreprise entretient avec l'extérieur. La politique stratégique a donc notamment pour objet de gérer du risque non-systématique.

Énumérons certains exemples de risque non-systématique. La perte d'un client important pour banqueroute, la soudaine obsolescence d'une technique de production critique pour l'activité de l'entreprise, la création de barrière à l'entrée sous la forme d'une différenciation du produit ou de la recherche de coûts très faibles illustrent ce que représente le risque spécifique de la firme. Selon la discipline stratégique, le gestionnaire a notamment

¹Remarquons que le portefeuille de marché est une construction *théorique*, ainsi un portefeuille composé de tous les titres financiers cotés en bourse n'est qu'une *approximation* du portefeuille de marché.

pour mission la gestion de ce type de risque. Ainsi, créer une barrière à l'entrée permet à la firme de se protéger contre le *risque* de la concurrence d'un nouvel entrant. Or, cette réduction du risque permet à la firme de protéger ses rentes et donc sa rentabilité.

Ainsi, la réduction du risque non-systématique est un objectif majeur de la politique stratégique car elle permet d'augmenter et de *sécuriser* la rentabilité de l'entreprise.

1.2 La gestion du risque systématique

La théorie financière considère que le risque total se décompose en une partie systématique et une partie non-systématique. Or, puisqu'il ne faut pas gérer le risque non-systématique, la gestion du risque se résume à la gestion du risque systématique, c'est-à-dire à la forme du risque qui ne peut pas être diversifiée.

Néanmoins la gestion du risque systématique doit être distinguée selon qu'elle concerne les gestionnaires ou les investisseurs.

En effet, les investisseurs peuvent réduire le risque systématique d'un portefeuille d'actions en répartissant au sein de ce dernier des actions à β^2 élevé et des actions à β faible. Les investisseurs ne sont pas capables de réduire le risque systématique - β - d'une action. La réduction du β du portefeuille n'est obtenue que par diminution de la moyenne des β s des actions inclus dans ce portefeuille.

Si la théorie financière donne peu de place au rôle du gestionnaire, elle lui reconnaît la capacité de gérer le risque systématique, c'est à dire de mettre en œuvre une politique stratégique qui diminue le β de la firme. Rappelons que les investisseurs sont sensibles à une diminution du risque systématique et qu'ils le répercutent de manière active dans leur évaluation de la valeur de la firme. En effet, plus le β est faible plus la valeur de la firme

est élevée toutes choses égales par ailleurs. Un bêta plus faible signifie qu'un investissement exige un rendement plus faible pour être rentable car le coût du capital est plus faible.

La théorie financière ne rend pas compte de manière explicite de la façon dont le gestionnaire peut réduire le risque systématique. Elle indique simplement les déterminants possibles de bêta, le coefficient de risque systématique. Ainsi Ross, S.A., Westerfield, R.W., et Jaffe, J.F., (1993, p.345) distinguent notamment deux facteurs qui ont un impact sur le niveau du bêta: le caractère cyclique des revenus et le levier de production³ - *operating leverage* -. Ces théoriciens de la finance montrent comment des revenus qui varient de manière très cyclique et un levier de production important entraînent des bêtas élevés.

Ainsi, des politiques stratégiques ayant pour objet la diminution du caractère cyclique des revenus et du levier de production permettent de diminuer le bêta, c'est-à-dire le coefficient de risque systématique.

La théorie du management stratégique postule quant à elle que le dirigeant peut gérer le risque total de la firme au moyen d'une politique stratégique adaptée. La dichotomie entre risque systématique et risque non-systématique est du ressort de la théorie financière et non pas de la discipline stratégique.

Ainsi il y a *accord* entre ces deux courants théoriques en ce qui concerne la gestion du risque systématique.

2 L'indépendance des deux formes du risque remise en question

Si le risque total se décompose selon la théorie financière en un élément systématique et non-systématique, cela signifie que ces deux formes du risque sont supposées

²Rappelons que bêta est le coefficient de risque systématique.

³Une firme dont les revenus varient de manière cyclique signifie qu'elle est très profitable en période d'expansion du cycle des affaires et au contraire peu rentable en période de récession. Le levier de production augmente

indépendantes. Implicitement, l'indépendance des deux formes du risque signifie que leurs déterminants respectifs sont différents. Or, une étude empirique (Miller, K.D., & Bromiley, P., 1990) ainsi que la réflexion théorique, tendent à montrer qu'il n'en est rien.

2.1 Mise en évidence empirique d'une corrélation entre les deux formes du risque

L'étude de Bromiley et Miller montrent que le risque systématique et non-systématique partagent une variance commune. Tout d'abord, les auteurs déterminent les corrélations respectives des deux formes du risque avec certaines mesures traditionnelles du risque. Ces auteurs approchent le risque total auquel l'entreprise fait face par la variation de certains flux de revenus (cash-flows...). D'après cette étude empirique, le risque non-systématique est modérément corrélé avec les indicateurs classiques mesurant la variabilité des revenus⁴ ($r=0,32$ pour le rendement sur actifs ROA; $r=0,26$ pour le rendement sur ventes ROS). Le risque systématique est corrélé de manière plus importante avec ces mêmes indicateurs ($r=0,40$ pour ROA; $r=0,33$ pour ROS). Cette étude a également le mérite de mettre en évidence que les deux mesures financières du risque - risque non-systématique et systématique - partagent une variance commune ce qui signifie qu'ils sont partiellement corrélés⁵.

2.2 Justifications théoriques de la corrélation entre les deux formes du risque

Cependant, s'il est possible de montrer de façon empirique que les deux formes du risque sont corrélées, nous nous proposons de formuler une explication théorique permettant d'en rendre compte.

lorsque les coûts fixes s'élèvent et les coûts variables diminuent.

⁴Rappelons que la variabilité d'un flux de revenu est une mesure empirique du risque.

⁵Le coefficient de corrélation entre le risque spécifique et le bêta est de 0,66; il est de 0,60 entre bêta et le risque spécifique.

Le risque non-systématique auquel la firme est confrontée a un impact sur les cash-flows dégagés par l'entreprise. En effet, la capacité que possède l'entreprise afin de générer des cash-flows dépend notamment de ses ressources et compétences, de sa capacité à contrer les mouvements stratégiques de ses concurrents, des relations avec le personnel, des relations avec les bailleurs de fonds plus particulièrement en cas de difficultés financières, etc. Tous ces éléments - la liste n'est pas exhaustive - ont pour caractéristique d'être spécifiques à l'entreprise. En conséquence, le processus de production de cash-flows au sein de l'entreprise dépend du risque que font courir ces éléments spécifiques comme par exemple le risque de grève. Or, le risque afférent aux activités spécifiques de la firme n'est autre que le risque non-systématique. Ainsi, le risque non-systématique a un impact sur les cash-flows.

En revanche, le risque systématique peut être défini comme la sensibilité d'une entreprise aux variations de type macro-économique - qui affectent toutes les entreprises -. Une augmentation durable du niveau et de la stabilité des cash-flows permet à l'entreprise qui en bénéficie de diminuer son risque systématique. Cette interprétation du risque systématique est le fait de chercheurs en stratégie (Lubatkin, M., & Chatterjee, S., 1994, p.112); (Bettis, R.A., 1983, p.407). Ces derniers constatent que les variations macro-économiques reflètent les variations de l'économie et que les chocs macro-économiques - fiscalité, croissance du PIB, inflation, taux d'intérêt etc. - affectent toutes les entreprises. Certes la sensibilité de ces entreprises à ces chocs macro-économiques n'est pas identique ce qui traduit des risques systématiques différents. Cependant, une augmentation du niveau et de la stabilité des cash-flows permet de réduire la sensibilité à ces variations de type macro-économiques. Ainsi, l'impact d'une augmentation générale des tarifs des produits pétroliers aura un impact moindre sur une entreprise disposant de cash-flows importants par rapport à ses concurrents. Ces cash-flows donnent l'opportunité à la firme qui en dispose d'investir dans des technologies de

production plus sobres en énergie. Ainsi, une augmentation des cash-flows a tendance à diminuer le risque systématique toute chose égale par ailleurs.

Le mérite de ces chercheurs en stratégie est de donner une substance concrète à la définition du risque systématique proposés par les chercheurs en finance⁶ - covariation des rendements de l'entreprise au rendement du portefeuille de marché, ce dernier étant censé représenter les variations de l'économie -.

2.3 L'efficience comme lien entre le risque non-systématique et le risque systématique

Rappelons que selon la théorie financière le gestionnaire ne doit pas gérer le risque non-systématique de la firme. En effet, les investisseurs ne tiennent pas compte du risque non-systématique d'une firme dans leur évaluation de cette dernière puisqu'ils peuvent éliminer le risque non-systématique en détenant un portefeuille d'actions diversifié. Ils ne prennent en considération que la composante systématique - le bêta -. Or, la discipline stratégique postule que le gestionnaire est capable de gérer le risque total de la firme, y compris sous sa forme non-systématique.

Cette contradiction flagrante entre ces deux courants de recherche peut être résolue dès lors que l'on met en évidence que l'efficience est un déterminant commun des deux formes de risque. Mais comment interpréter cette notion d'efficience ? Tout d'abord, c'est un critère positif de performance qui intègre deux composantes : le risque et le rendement. C'est ainsi qu'une politique stratégique efficiente, c'est-à-dire une politique stratégique qui minimise les coûts pour augmenter le rendement et minimise les risques que supporte l'entreprise, a pour effet une création de valeur pour l'entreprise. En effet, pour rendre compte de la création de

⁶Toutefois, il convient de constater que cette conception du risque systématique se rapproche de celle développée par Ross (1976) lorsqu'il formule l'*Arbitrage Pricing Theory*. Ross décompose le risque systématique en différents facteurs - inflation, PIB, taux d'intérêt etc. -. Les entreprises, dans le cadre de ce modèle, ont des risques systématiques pour chaque facteur.

valeur il faut tenir compte du rendement de l'activité de l'entreprise mais également du risque que l'activité fait supporter à l'entreprise. Une activité qui dégage un rendement élevé mais également un risque important est susceptible d'être destructrice de valeur. C'est pourquoi l'efficacité est aussi un critère normatif puisqu'une stratégie efficace est une stratégie créatrice de valeur. Dès lors, la recherche de l'efficacité devient un objectif stratégique légitime.

Risque non-systématique et efficacité

La gestion du risque non-systématique a pour objet de mettre en oeuvre des dispositifs et des mesures entraînant une réduction notable du risque non-systématique.

La réduction du risque non-systématique peut se définir comme la tentative de réduire la dispersion de la production de cash-flows tirant son origine d'éléments spécifiques à l'entreprise. Le risque spécifique pour une entreprise donnée tire son origine de deux sources principales: d'une part les stakeholders externes - clients, fournisseurs, distributeurs, concurrents etc. -; et d'autre part, le processus de création de valeur interne de la firme que l'on peut approcher par la chaîne de valeur.

Il est possible de distinguer quatre stakeholders externes fondamentaux en ce qui concerne l'environnement concurrentiel de l'entreprise: les fournisseurs, les distributeurs, les clients, les concurrents. A ces quatre partenaires fondamentaux de l'entreprise, il est envisageable d'ajouter les nouveaux entrants, les produits de substitution⁷ ainsi que les bailleurs de fonds.

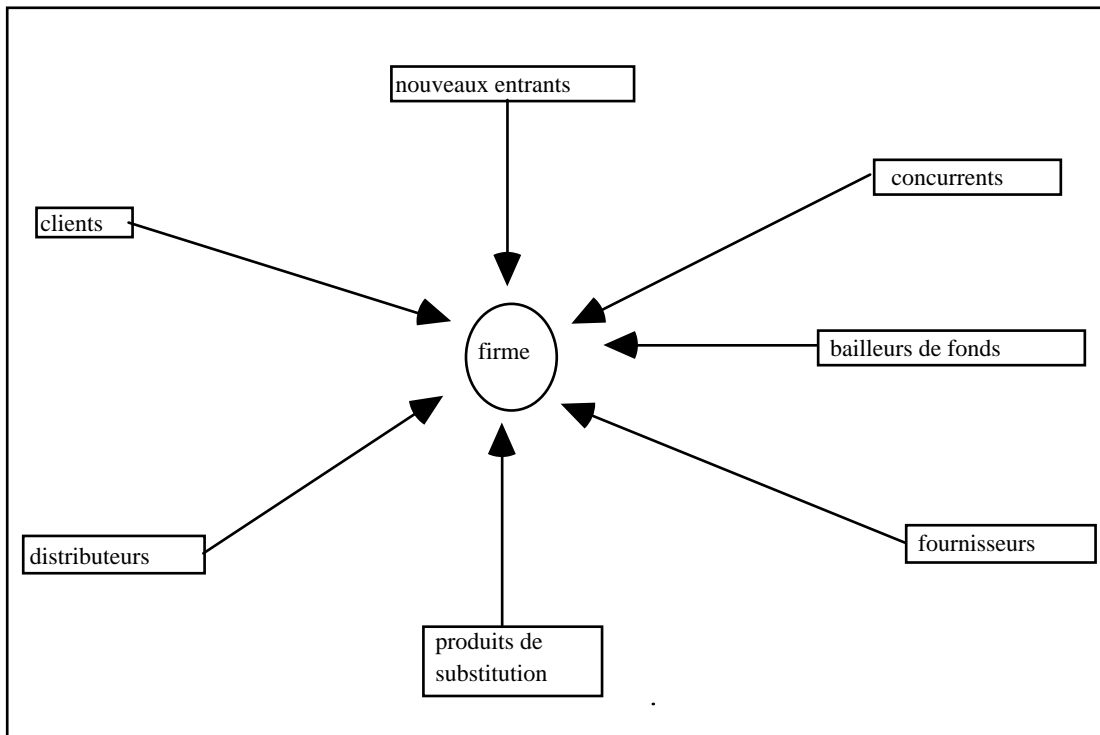
⁷A l'évidence les produits de substitution ne constituent pas un partenaire de l'entreprise. Cependant, ils constituent une source majeure de risque non-systématique pour l'entreprise. C'est la raison pour laquelle nous avons jugé bon de les mentionner auprès des partenaires externes de l'entreprise, qui, comme nous le montrons au sein de ce paragraphe, constituent également une source notable de risque non-systématique pour la firme.

Nous avons inclus le risque afférent aux produits de substitution. Certes, ce type de risque dépend du comportement des concurrents, mais il nous apparaît comme suffisamment important pour en être distingué. Nous regroupons ainsi sous le terme de risque non-systématique lié au comportement des concurrents d'autres éléments, comme le choix de leurs politiques stratégiques, de leur technologie de production, etc.

Le point essentiel est que chacun de ces partenaires externes de l'entreprise constitue une source majeure de risque non-systématique pour la firme. Le risque non-systématique a un impact négatif sur la capacité de l'entreprise de générer des cash-flows, ce qui réduit son efficacité. Par exemple, la faillite d'un fournisseur important, qui relève du risque non-systématique, aura pour conséquence de déstabiliser le processus de production. La recherche d'un fournisseur de substitution entraîne des coûts qui perturbent encore davantage la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows. De la même façon, l'irruption d'un nouveau concurrent disposant d'une technologie de production très efficace - coûts de production très faibles -, implique une détérioration de la rentabilité d'une firme s'appuyant sur un avantage concurrentiel basé sur la domination par les coûts.

Le schéma ci-après synthétise les différentes sources externes de risque non-systématique qui affectent l'entreprise.

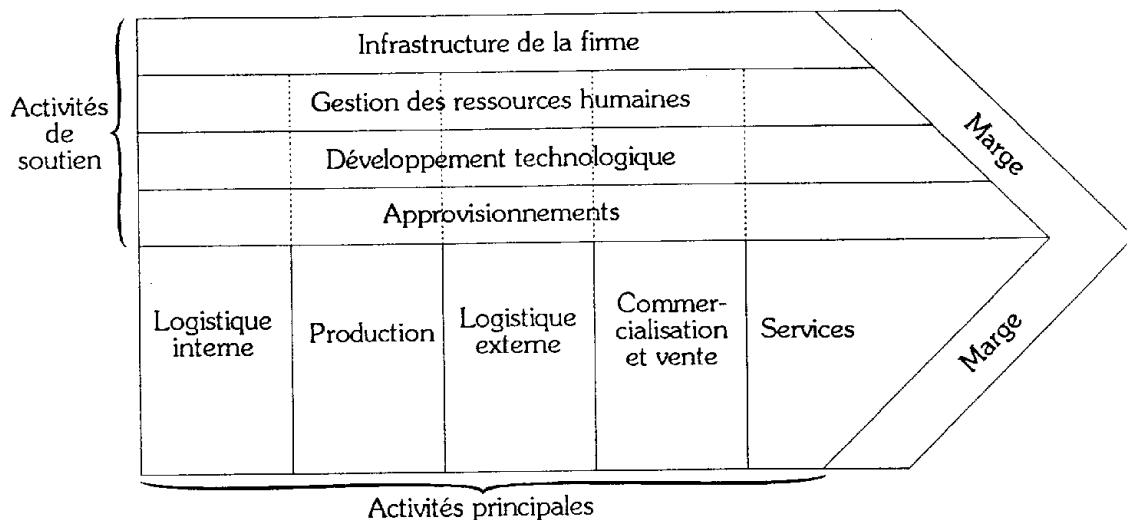
Les différentes sources externes de risque non-systématique



Chacune de ces différentes sources de risque non-systématique a un impact sur la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows, c'est-à-dire sur sa rentabilité. En conséquence, le gestionnaire améliore la rentabilité de l'entreprise en gérant le risque non-systématique. La gestion du risque non-systématique est ainsi un gage d'efficience.

Le concept de chaîne de valeur est particulièrement fécond pour apprécier le risque non-systématique de l'entreprise lié au processus interne de création de valeur.

Schéma 2 : représentation d'une chaîne de valeur d'après Porter (1986)



La chaîne de valeur, qui conceptualise les différentes activités parties prenantes du processus de création de valeur de l'entreprise, nous permet d'identifier les sources internes de risque non-systématique de la firme. Il convient d'insister tout particulièrement sur l'activité de soutien "gestion des ressources humaines", puisque celle-ci concerne les stakeholders internes de la firme. En effet, l'activité G.R.H met en évidence le rôle primordial des stakeholders internes de l'entreprise - employés, représentants du personnel, équipe de direction, etc. - à deux niveaux: d'une part, ils contribuent à la création de richesse au sein de la firme; et d'autre part, ils représentent une source non négligeable de risque non-systématique. En effet, une mauvaise gestion des ressources humaines peut avoir pour conséquence, non seulement une détérioration de la compétitivité de l'entreprise, mais aussi un conflit du travail. Le risque de grève relève du risque non-systématique. Il importe pour le gestionnaire de mettre en oeuvre une politique de gestion des ressources humaines adéquate afin de gérer le risque de conflit du travail - risque non-systématique -.

En ce qui concerne l'activité principale production, il convient de remarquer que la gestion de la sécurité afin de prévenir des accidents de production - explosion, incendie - est

du ressort de la gestion du risque non-systématique. Négliger de gérer les risques de sécurité expose l'entreprise à de graves dangers.

Les activités identifiées au moyen de la chaîne de valeur sont parties prenantes au processus de production de la firme. Elles sont également sources de risques non-systématique pour l'entreprise que le gestionnaire s'évertue à réduire de manière active. La gestion du risque non-systématique, lié aux activités principales et de soutien, permet au gestionnaire d'accroître l'efficacité de l'entreprise.

Efficiency and systematic risk

La composante systématique du risque peut se définir comme la sensibilité d'une entreprise aux variations de type macro-économique - qui affectent toutes les entreprises - (Lubatkin, M., & Chatterjee, S., 1994, p.110). Quel impact l'efficacité peut-elle avoir sur la sensibilité de l'entreprise aux variations de type macro-économique? Pour répondre à cette question il nous faut revenir sur le paragraphe précédent. Nous y avons montré qu'une gestion active de la composante non-systématique du risque avait pour conséquence de permettre à l'entreprise de générer davantage de cash-flows et par la même d'être plus efficace. Or, disposer d'un surcroît durable et stable de cash-flows permet à l'entreprise de réduire sa sensibilité aux variations de type macro-économique, c'est-à-dire le risque systématique. En effet, si l'entreprise dispose de cash-flows plus importants et plus stables et ce de manière durable alors elle est en mesure de réduire sa sensibilité aux variations de type macro-économique.

Cette interprétation du risque systématique est le fait de chercheurs en stratégie (Lubatkin, M., & Chatterjee, S., 1994; Bettis, R.A., 1983). Ces derniers constatent que les chocs macro-économiques - fiscalité, PIB, etc. - affectent toutes les entreprises. Certes la sensibilité de ces entreprises aux chocs macro-économiques n'est pas identique. Cependant,

une augmentation du niveau et de la stabilité des cash-flows permet de réduire la sensibilité de l'entreprise à ces variations de type macro-économique.

Des cash-flows plus importants produits par l'entreprise de manière plus régulière permettent à cette dernière d'absorber plus facilement les chocs macro-économiques qui affectent toutes les entreprises et qui constituent le risque systématique. Pour reprendre l'exemple précédent, une augmentation générale des tarifs des produits pétroliers aura un impact moindre en ce qui concerne une entreprise capable de générer des cash-flows importants et de manière plus régulière que ses concurrents. A l'inverse, en cas de mauvais état de la nature - choc de type macro-économique non anticipé - une entreprise dont la production de cash-flows est poussive et irrégulière se trouve en grande difficulté. Sa capacité à absorber un tel choc environnemental est limitée, ce qui se manifeste par un risque systématique élevé.

Ainsi, l'efficience stratégique qui se caractérise par une production de cash-flows élevée et régulière relie le risque systématique et non-systématique. Ces deux composantes du risque total de l'entreprise, que la théorie financière suppose indépendante, sont liées au travers de l'efficience stratégique. Il s'agit dès lors d'identifier les déterminants communs de ces deux formes du risque total de l'entreprise et d'en tirer la conclusion qui s'impose quant à la pertinence de cette dichotomie pour le gestionnaire.

3 Les déterminants communs des deux formes du risque

Nous venons de montrer au cours des précédents paragraphes que le risque systématique et non-systématique étaient liés à travers l'efficience stratégique. Ce résultat est en accord avec l'étude statistique de Miller, K.D., & Bromiley, P., (1990) qui constate de manière empirique l'existence d'une corrélation entre le risque spécifique et le risque systématique. En conséquence, il est possible d'en déduire que les deux formes de risque que

distingue la théorie financière possèdent des déterminants communs. Nous allons montrer que ces déterminants communs sont les politiques stratégiques, les structures organisationnelles et la structure financière.

3.1 Les politiques stratégiques

La politique stratégique sélectionnée par l'équipe dirigeante de l'entreprise est un déterminant commun des deux formes du risque distinguées par la théorie financière. En effet, la politique stratégique sélectionnée par l'entreprise a pour objectif de créer de la valeur, c'est-à-dire de minimiser les coûts ainsi que le risque, qu'il soit systématique ou non-systématique. En conséquence, les choix stratégiques ont notamment pour objet de gérer de manière active les deux formes du risque.

Politique stratégique et risque non-systématique

De manière plus précise, la gestion stratégique du risque non-systématique s'appuie sur la gestion des relations avec les partenaires externes de l'entreprise - distributeurs, fournisseurs, clients etc. - ainsi que les partenaires internes - employés, représentants du personnel, etc. -. En effet, chacun de ces partenaires représente une source de risque spécifique, c'est-à-dire non-systématique, pour l'entreprise. Par exemple, le risque de faillite d'un client représente un risque spécifique pour l'entreprise.

Le choix de la technologie de production, la menace d'innovations technologiques entraînant l'obsolescence d'une technologie de production critique pour l'entreprise, sont également susceptibles d'influer de façon substantielle sur le risque non-systématique. On constate alors que cette influence sur le risque spécifique s'exerce par le truchement de la dynamique des coûts de production soit de manière directe en réduisant la capacité de

l'entreprise de dominer par les coûts, soit de manière indirecte en détériorant l'aptitude de l'entreprise à se différencier.

Le choix d'une politique stratégique influe sur l'évolution du niveau du risque non-systématique, mais il constitue également un déterminant du risque systématique.

Politique stratégique et risque systématique

Les chercheurs en finance reconnaissent que le levier d'exploitation - ratio des coûts fixes sur coûts variables - est un déterminant de bêta, le coefficient de risque systématique. Ainsi, la mise en application d'une politique stratégique ayant pour conséquence de réduire le levier d'exploitation, c'est-à-dire de réduire le poids des coûts fixes, entraîne une réduction du risque systématique - bêta -. Bien évidemment, les effets bénéfiques attendus de la réduction de la part des coûts fixes dans les coûts totaux - diminution du risque systématique - doit plus qu'en compenser les coûts éventuels - adaptation à une nouvelle structure de production, formation de nouveaux employés, etc. -.

Cependant, et de manière plus fondamentale, il convient d'insister sur un autre point: l'impact de la réduction des coûts globaux de l'entreprise ainsi que de son niveau de risque non-systématique sur le risque systématique. En d'autres termes, il s'agit de mettre en lumière l'effet d'une politique stratégique recherchant davantage d'efficacité - coûts et risque non-systématique plus faibles - sur le risque systématique.

En effet, une réduction du risque non-systématique a pour conséquence de réduire la variabilité des cash-flows de l'entreprise. Cette dernière a un effet positif sur la valeur de l'entreprise. Des cash-flows plus réguliers permettent à l'entreprise de mieux supporter les chocs de types macro-économiques. En d'autres termes, la firme réduit sa sensibilité aux variations générales de l'économie. Or, la sensibilité d'une firme aux variations générales de

l'économie - modification de la fiscalité, réduction de la croissance, hausse des tarifs des carburants, etc. - est exprimée par son risque systématique bêta. En conséquence, une réduction du risque non-systématique entraîne une réduction de risque systématique.

En outre, la réduction des coûts qu'accompagne la mise en oeuvre d'une stratégie d'efficacité, a également un effet positif sur le risque systématique. En effet, des coûts globaux moindres génèrent un surcroît de cash-flows durable qui a pour conséquence de réduire la sensibilité de l'entreprise aux variations de type macro-économique, c'est-à-dire son niveau de risque systématique exprimé par bêta.

Ainsi, une politique stratégique fondée sur la recherche de l'efficacité permet au gestionnaire qui la met en oeuvre de réduire le risque systématique de son entreprise.

3.2 L'organisation

L'organisation constitue un déterminant commun des deux formes de risque. Nous allons donner, à travers quelques exemples, une brève illustration de la manière dont les structures organisationnelles agissent sur le risque non-systématique et systématique.

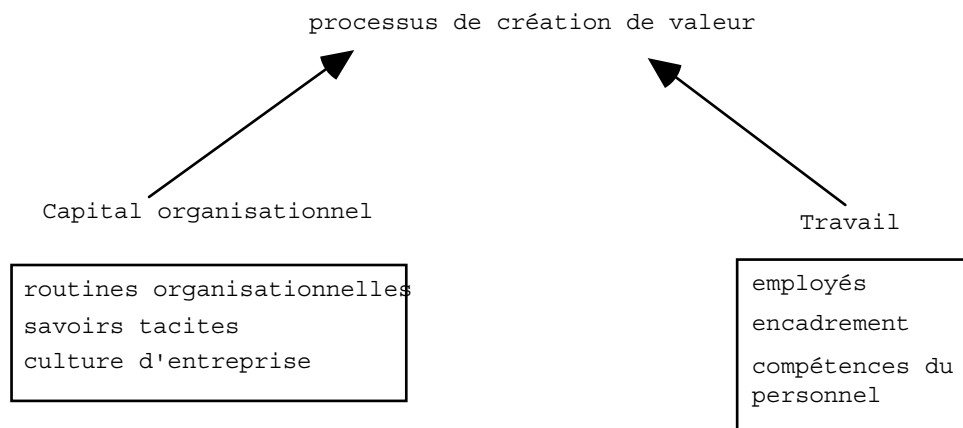
Organisation et risque non-systématique

Afin de mieux apprécier dans quelle mesure l'organisation est source de risque non-systématique, nous allons donner une représentation schématique de l'impact du capital organisationnel et du facteur travail sur le processus de création de valeur - chaîne de valeur -. Par capital organisationnel⁸, nous entendons l'ensemble des routines organisationnelles, des savoirs tacites mais aussi de la culture d'entreprise, qui participent à la genèse de la valeur au sein de la firme. Nous utilisons l'expression de capital organisationnel afin de prendre

⁸Notre définition du capital organisationnel est différente de celle utilisée par Cornell & Shapiro (1987). Ces deux auteurs perçoivent le capital organisationnel comme la valeur de marché de l'ensemble des créances implicites futures que la firme projette de vendre. Voir également pour une exposition succincte Charreaux

conscience que l'organisation est un élément constitutif du capital de l'entreprise à l'instar du capital lié à la technologie de production. Le facteur travail est quant à lui un facteur complexe qui tient compte des compétences des différentes catégories de personnel. Nous ne retenons que ces deux catégories globales⁹ afin de mieux identifier les sources de risque non-systématique afférentes à l'organisation.

Schéma 3 représentant les éléments de nature organisationnelle ayant un impact sur le processus de création de valeur.



En ce qui concerne le facteur travail, la première source de risque non-systématique qui vient immédiatement à l'esprit est le risque de conflit du travail. En effet, l'impact d'un conflit du travail sur la capacité de création de cash-flows de l'entreprise est substantiel. Une baisse sensible de la production de cash-flows est une conséquence inévitable d'un conflit du travail. De manière plus précise, un conflit du travail se traduit par la paralysie d'une partie ou de la totalité du facteur travail - selon la gravité du conflit -.

(1993, p.55).

⁹Le facteur capital technologique ainsi que l'accès aux inputs - matières premières, produits semi-finis, expertise et conseil, etc. - ont également un impact sur le processus de création de valeur.

Cependant, il convient, selon nous, de mettre l'accent sur le risque d'obsolescence des qualifications des différentes catégories de personnel. En effet, les qualifications, ainsi que le savoir-faire des différents membres de l'organisation, sont susceptibles de se détériorer notamment en raison d'un manque de formation interne. Cette dernière est nécessaire afin de maintenir, voire de faire progresser, les compétences et le savoir-faire des employés et de l'encadrement. En d'autres termes, il existe un risque d'obsolescence du capital humain des membres de l'organisation. Les conséquences d'une telle obsolescence sur le facteur travail ne souffrent d'aucune équivoque: une dégradation de la capacité de ce dernier, que celui-ci soit qualifié ou non, à générer des cash-flows.

En dehors du facteur travail, nous avons identifié le capital organisationnel comme partie prenante essentielle au processus de création de valeur. Le capital organisationnel, que nous caractérisons par les routines organisationnelles, le savoir tacite et la culture d'entreprise, est également source de risques non-systématiques et notamment du risque d'obsolescence. Les divers constituants du capital organisationnel sont susceptibles de s'altérer au cours du temps et notamment le ou les savoirs tacites de l'organisation. En outre, la culture d'entreprise, qui permet aux membres de l'organisation de partager un langage commun, une connaissance commune de certains faits relatifs à l'organisation et au monde extérieur, une connaissance commune de règles d'action¹⁰ (Crémer, J., 1993, p.362), est également à même de se détériorer. Cette détérioration a pour conséquence d'amenuiser les effets positifs précités. Le risque lié à une telle détérioration est bien évidemment du ressort du risque non-systématique.

Organisation et risque systématique

¹⁰De manière plus précise, les règles d'action améliorent l'efficacité de la prise de décision au sein de l'entreprise et ce pour trois raisons essentielles: elles réduisent l'ambiguïté des communications, diminuent l'incertitude relative au comportement des autres employés de l'organisation et accélèrent la prise de décision (Crémer, 1993).

Nous n'identifions pas de lien *direct* entre l'organisation et le risque systématique. Cependant, les structures organisationnelles ont un impact certain sur la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows. Nous l'avons montré en identifiant le capital organisationnel et le facteur travail comme des parties prenantes organisationnelles essentielles au processus de création de valeur. En outre, il a été mis en évidence que le capital organisationnel aussi bien que le facteur travail sont entachés de risques de type non-systématique. Ces derniers ont un impact sur la variabilité des cash-flows produits par l'entreprise. Or, puisque le risque systématique mesure la sensibilité d'une entreprise aux variations de type macro-économique, un surcroît de variabilité de cash-flows augmente cette sensibilité, c'est-à-dire le risque systématique.

3.3 La structure financière

Des modèles¹¹ issus de la nouvelle économie industrielle rendent compte de façon explicite de l'interaction entre la politique financière - choix de la structure du capital - et la politique générale de l'entreprise. Ces modèles s'appuient sur la théorie micro-économique de la concurrence oligopolistique dont ils conservent un formalisme mathématique poussé. Au sein de ce courant de recherche, Brander, J., et Lewis, T., (1986, 1988) analysent l'impact du levier financier sur la politique de production ainsi que sur le niveau de risque. En premier lieu, ils montrent qu'un levier financier élevé incite les firmes à s'engager dans une politique de production agressive. En second lieu, l'augmentation de la production s'accompagne non seulement d'une augmentation de la variance des flux de profits de la firme, c'est-à-dire d'une augmentation du risque total, mais également d'une augmentation de la covariation des rendements de l'entreprise avec le marché. En effet, les actionnaires bénéficient de rendements plus élevés durant les bonnes périodes, alors qu'ils ne sont pas touchés par la

¹¹Voir notamment les articles suivants: Maskimovic (1988), Maskimovic & Titman (1991), Stenbacka (1994).

réduction des rendements en cas de banqueroute de la même façon que les créanciers étant donné la clause de la responsabilité limitée¹². Les actionnaires ont ainsi intérêt à engager l'entreprise dans une politique de production qui augmente les rendements en période d'expansion et les réduit en période de récession - les rendements sont amplifiés par rapport au rendement de l'économie -, c'est à dire une politique de production dont la covariation avec le marché est élevée. Or, comme l'indiquent Copeland & Weston (1988, p.198), le risque systématique est la fraction du risque total qui covarie avec l'économie. En conséquence, le risque systématique de l'entreprise est élevé.

Ainsi, selon les modèles de Brander, J., & Lewis, T., (1986, 1988), une augmentation du levier financier entraîne une augmentation du risque systématique de l'entreprise.

Rappelons que ce résultat est en contradiction avec la théorie financière orthodoxe qui postule la neutralité de la structure financière.

En outre, une hausse du poids relatif de la dette¹³ a pour effet d'augmenter le risque de faillite. La faillite entraîne des coûts non triviaux pour la firme. Or, le risque de faillite est un risque non-systématique. La structure financière est ainsi un déterminant des deux formes du risque.

Conclusion

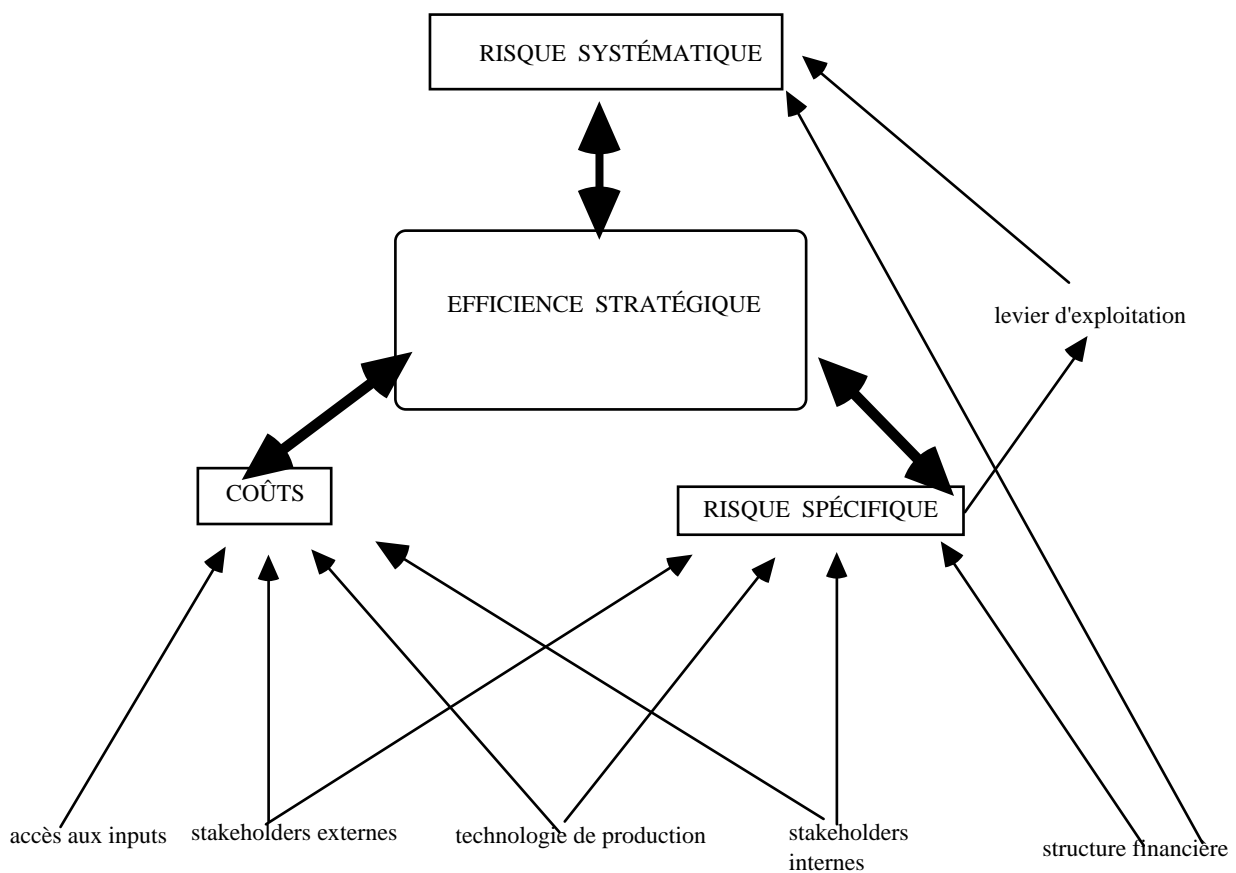
Les politiques stratégiques, l'organisation ainsi que la structure financière nous permettent de résoudre la contradiction afférente à la gestion du risque puisqu'elles constituent un lien entre les deux formes du risque total que distinguent les chercheurs en finance. Ainsi, le

¹²Si un investissement financé par dette échoue, ce sont les créanciers qui en supportent les conséquences.

¹³Il est intéressant de remarquer qu'il est possible de s'assurer - hedging - contre le risque de faillite en recourant à une forme de dette hybride, c'est-à-dire de la dette mélangée avec des produits financiers tels que les options, les forwards etc. Cette assurance contre le risque de faillite au moyen de la dette hybride est du ressort de la gestion du risque non-systématique. Le recours à la dette hybride rend les cash-flows plus stables (Culp,

gestionnaire est capable, par le truchement d'une politique stratégique, du choix des structures organisationnelles et de la structure financière, d'agir aussi bien sur le risque non-systématique que systématique. La gestion du risque total est un gage d'efficacité. A l'évidence, *la dichotomie qu'opèrent les chercheurs en finance est caduque pour le dirigeant d'entreprise.*

Schéma représentant les déterminants des deux formes du risque.



On constate que le gestionnaire est en mesure d'influer sur tous les items¹⁴ - accès aux inputs, stakeholders externes, etc. -. Chacun de ces items est en mesure d'agir sur les coûts ainsi que sur le risque spécifique - non-systématique -. La structure financière agit *de manière*

Furbush, Kavanagh, 1994, p.74).

¹⁴Il convient de remarquer qu'il existe d'autres items environnementaux qui influent sur les coûts et le risque spécifique - les produits de substitution par exemple -. Nous ne les avons pas indiqués sur le schéma afin de ne

directe sur les deux formes du risque. Ce résultat n'est en aucun cas déduit de la théorie financière orthodoxe, mais de modèles issus au courant de la nouvelle économie industrielle développés par Brander & Lewis (1986, 1988). Les autres items agissent sur les coûts et le risque spécifique, qui agissent sur le risque systématique au travers de l'efficience.

Nous avons indiqué des doubles flèches entre l'efficience, le risque systématique et spécifique, ainsi que les coûts, pour les deux raisons suivantes. D'une part, des coûts moins élevés, ainsi qu'un risque spécifique plus faible, ont un impact positif sur l'efficience - cash-flows plus élevés et plus réguliers, et d'autre part, l'efficience permet à l'entreprise de disposer des moyens nécessaires afin d'investir dans des technologies plus rentables en termes de coûts et de s'assurer contre les différentes sources de risque non-systématique notamment par la mise en oeuvre d'une meilleure politique de G.R.H, l'instauration de partenariats avec les fournisseurs et distributeurs, d'une politique de diversification, etc.

L'apport essentiel de cet article est d'avoir mis en évidence que le risque non-systématique et le risque systématique n'étaient pas, comme l'indique la théorie financière, indépendants. Les déterminants communs que nous avons identifiés montrent que le gestionnaire est en mesure de gérer les deux formes de risque.

Cependant, il convient de mettre en relief l'intérêt de la prise en compte dans la réflexion stratégique de notions développées par les théoriciens de la finance. En effet, nous avons montré que la conception financière de la valeur de l'entreprise était tout à fait pertinente pour le stratège. L'entreprise est perçue comme un flux d'investissements capable de générer des cash-flows qui rémunèrent de façon satisfaisante l'ensemble de ses partenaires et notamment les apporteurs de capitaux. En outre, la finance nous fait prendre conscience que le rendement, mesuré par les cash-flows générés par l'entreprise, nous donne une idée

retenir que les items - la liste n'étant pas exhaustive - susceptibles d'être influencés par le gestionnaire.

fausse du processus de création de valeur si on ne le complète pas par une dimension toute aussi importante, à savoir le risque.

BIBLIOGRAPHIE

AMIT,R, WERNEFERLT,B, 1990, « Why do firms reduce business risk », *Academy of Management Journal*, vol 33, pp.520-533.

BETTIS,R,A, 1983, " Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums", *Academy of Management Review*, vol 8, n°3, p.406-415.

BRANDER,J, LEWIS,T, 1986, "Oligopoly and Financial Structure: the limited liability effect", *American Economic Review*, pp.956-970.

BRANDER,J, LEWIS,T, 1988, "Bankruptcy costs and the theory of oligopoly", *Canadian Journal of Economics*, XXI, n°2, p.221-243, 1988.

CHARREAUX,G, 1987, "La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature", *in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Économica Gestion, 1987.

CORNELL,B, SHAPIRO,A,C, 1987, "Corporate stakeholders and corporate finance", *Financial Management*, printemps, pp.5-14.

CRÉMER,J, 1993, "Corporate culture and shared knowledge", *Industrial and Corporate Change*, vol 2, n°3, p.351-386.

CULP,C,L, FURBUSH,D, KAVANAGH,B,T, 1994, "Structured debt and corporate risk management", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 7, n°3, fall, p.73-84.

LAWSON,G,H, 1980, "The measurement of corporate profitability on a cash-flow basis", *The International Journal of Accounting*, automne, p.11-46.

LUBATKIN,M, CHATTERJEE,S, 1991, " The Strategy-Shareholder value relationship: testing temporal stability across market cycles", *Strategic Management Journal*, vol 12, p.251-270.

MASKIMOVIC,V, 1998, "Capital structure in repeated oligopolies", *Rand Journal of Economics*, vol 19, n°3, p.389-407.

MASKIMOVIC,V, TITMAN,S, 1991, "Financial Policy and Reputation for Product Quality", *The Review of Financial Studies*, vol 4, n°1, p.175-200.

MILLER,K,D, BROMILEY,P, 1990 "Strategic risk and corporate performance: an analysis of alternative risk measures", *Academy of Management Journal*, vol 33: pp.756-779.

PORTER,M, 1985, *L'avantage Concurrentiel*, InterÉditions,.

ROSS,S,A, 1976, "The arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, décembre.

ROSS,S,A, WESTERFIELD,R,W, JAFFE,J,F, 1993, *Corporate Finance*, Irwin.

STENBACKA,R, 1994, "Financial structure and tacit collusion with repeated oligopoly competition", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol 25, p.281-292.