

**Résumé de la conférence**  
**« La valeur de la gestion des risques : une analyse  
frontière »**

**Collège de France, le 16 novembre 2005**

**Marcel Boyer, professeur à l'Université de Montréal**

Cette conférence porte sur «*The value of Real and Financial Risk Management*» par Marcel Boyer, M. Martin Boyer et René Garcia ([www.cirano.qc.ca](http://www.cirano.qc.ca)) et donc sur la valeur de la gestion des risques réels et financiers dans l'entreprise.

La perception moderne de la gestion financière des risques (activités de couverture ou *hedging*) veut qu'en présence de marchés financiers parfaits, ces activités ne sauraient contribuer à la valeur de l'entreprise que dans la mesure où elles permettent de réduire les impôts, les coûts de faillites et de réorganisation, et les coûts d'agence (information asymétrique), une proposition directement liée à la contribution de 1958 de Franco Modigliani et Merton Miller pour laquelle ce dernier a obtenu le prix Nobel de science économique en 1990<sup>1</sup>.

Nous modélisons l'entreprise comme une technologie de transformation, entre états et périodes, des flux financiers potentiels générés par l'ensemble des projets et activités définissant l'entreprise comme une entité économique. L'enveloppe des flux potentiels définit une frontière (efficace) des possibilités de transformation dans l'espace des  $S$  états et des  $T$  périodes qu'on peut représenter ou projeter dans un espace dont les coordonnées sont l'espérance des flux financiers et les niveaux de risque relatifs aux différents facteurs ou sources de risque. Confrontée à des prix de marché des différents facteurs de risque, l'entreprise maximise sa valeur en choisissant un ensemble de projets et d'activités réalisables la menant à un point optimal sur sa frontière des possibles. Lorsque les facteurs sous-jacents aux prix de marché des différents facteurs de risque, notamment le taux d'intérêt sans risque et l'espérance et la volatilité des taux de rendement des facteurs de risque, changent, ces prix de marché changent. L'entreprise doit modifier son choix de projets et d'activités de manière à maximiser sa valeur, étant donnés les nouveaux prix de marché des différents facteurs de risque. Ces modifications et ajustements exigent une coordination typiquement difficile et coûteuse des décisions relatives à la gestion des productions et opérations, visant la maximisation de l'espérance de recettes nettes des projets et activités, et à la gestion réelle des risques, visant la réduction maximale de l'exposition aux risques de l'entreprise.

Dans la mesure où la gestion des productions et opérations d'un côté et la gestion réelle des risques de l'autre sont des fonctions différentes et spécialisées dans les entreprises modernes, leur séparation, qui peut par ailleurs être génératrice de gains d'efficacité et d'efficience importants, crée des problèmes de coordination dans la sélection des projets et activités susceptibles de maximiser sa valeur. Nous montrons que les coûts qu'engendrent ces problèmes de coordination peuvent être significativement réduits grâce à la gestion financière des risques. Ainsi, cette gestion financière des risques contribue à la création de valeur de

---

<sup>1</sup> Franco Modigliani avait déjà reçu le prix Nobel en 1985 pour «sa contribution à l'analyse de l'épargne et des marchés financiers».

manière indirecte en favorisant dans l'entreprise la coordination des choix directement créateurs de valeur et ce, même dans un monde sans impôts, sans coûts de faillites ou de réorganisation et sans coûts d'agence ou d'information asymétrique.

Notre analyse débouche sur des prédictions, quant à l'intensité de la gestion financière des risques dans divers types d'entreprises, susceptibles d'être soumises à des tests empiriques pour les valider ou les infirmer. Les entreprises dont les problèmes de coordination entre leur gestion des productions et opérations et leur gestion réelle des risques sont importants, auront davantage intérêt à utiliser intensivement la gestion financière des risques. Ainsi, les conglomérats et entreprises multinationales, ayant typiquement accès à une plus grande diversité de projets et activités, rendant faiblement concave leur frontière des possibles, de même que les entreprises bénéficiaires d'importantes options réelles de croissance et les entreprises dont la structure de gouvernance est plus décentralisée seront des utilisateurs plus importants des titres dérivés et autres instruments de gestion financière des risques.

Nous montrons également que suite à une hausse du taux d'intérêt sans risque, toutes les entreprises voudront modifier leur portefeuille de projets et activités de façon à assumer davantage de risque et augmenter l'espérance de leurs recettes nettes. Mais la valeur d'une entreprise peut augmenter ou diminuer suite à sa réaction optimale à l'accroissement du taux sans risque. Les entreprises dont le niveau de risque est relativement élevé verront leur valeur augmenter alors que celles dont le niveau de risque est relativement faible verront leur valeur diminuer.

Nous montrons enfin que la gestion financière des risques peut permettre à l'entreprise de rencontrer les contraintes réglementaires sur son niveau de risque (du type VaR ou CaR) sans pour autant modifier les projets et activités réelles qui maximisent sa valeur et donc sans coût réel. Les entreprises des secteurs de la finance, de l'énergie, des jeux, des services publics, qui sont typiquement des entreprises sujettes à des contraintes réglementaires de ce type, auront ainsi davantage recours à la gestion financière des risques.

Dans chacun des cas précités, la gestion financière des risques n'est pas directement créatrice de valeur. Sa capacité de faciliter la coordination des différentes fonctions de l'entreprise lui confère une valeur indirecte mais potentiellement importante. Ce nouveau rôle et cette valeur, indirecte mais bien réelle, de la gestion financière des risques permet d'expliquer diverses observations restées jusqu'à maintenant sources de perplexité.