

# **La gestion des risques de marché et la création de valeur**

Mémoire de fin d'année

Master Finance, Développement et Trésorerie de l'Entreprise (FDTE) 2

Année 2022 – 2023

Tiana CELIC

Sous la direction de : David BOURGHELLE et Céline VANDEN-WILDENBERG en qualité  
de tuteur universitaire et de Jonathan DROULEZ en qualité de maître d'apprentissage et  
directeur du service trésorerie de United.b

## Déclaration sur l'honneur

L'Université de Lille n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans le présent mémoire : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

J'atteste sur l'honneur que le présent document est le fruit d'un travail personnel, et que les emprunts à des documents externes sont tous mentionnés.

Signature :



---

Tiana CELIC

31 Mai 2023

## Synthèse

La gestion des risques et la création de valeur de l'entreprise sont des sujets d'une importance capitale dans le domaine de la finance et de la gouvernance d'entreprise. Ce mémoire se concentre sur l'étude des déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture, qui vise à atténuer les risques de marché auxquels une entreprise peut être exposée.

L'intérêt de cette recherche réside dans sa contribution à la littérature existante. La compréhension des facteurs qui influencent la décision de mise en place d'une stratégie de couverture permet d'approfondir nos connaissances sur les mécanismes de création de valeur dans les entreprises. Plusieurs théories ont été développées pour expliquer les avantages de la couverture, telles que la préférence pour les fonds internes et la réduction des coûts de détresse financière. Cependant, il est important de souligner que ces théories doivent être étayées par des résultats empiriques.

Les résultats empiriques jouent un rôle essentiel dans la validation des théories et permettent de mesurer l'impact réel de la couverture sur la création de valeur et l'optimisation de la performance comptable. Cependant, nous avons identifié un manque d'études empiriques portant spécifiquement sur les déterminants de la gestion des risques de marché des entreprises cotées à la Bourse de Paris et leur contribution à la maximisation de la valeur de ces dernières. Pour combler cette lacune, nous avons réalisé une étude quantitative permettant d'identifier les déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture à partir d'un échantillon composé de 50 entreprises cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshares sur la période de 2017 à 2022.

De surcroît, notre étude empirique analyse les performances financières des entreprises ayant mis en place des stratégies de couverture et compare ces résultats à ceux des entreprises n'ayant pas adopté de telles stratégies. Ces analyses quantitatives fournissent des preuves tangibles quant à l'efficacité de la gestion des risques dans la création de valeur et l'amélioration de la performance comptable.

L'étude empirique nous a permis d'identifier six variables ayant une influence significative sur l'utilisation des instruments de couverture : le niveau de liquidité, la taille de l'entreprise, le ratio d'endettement, l'exposition étrangère, la structure de gouvernance et la rentabilité des actifs.

Néanmoins, nous n'avons pas pu observer d'amélioration de la valeur de l'entreprise ni de la performance comptable résultant de l'utilisation de couverture.

## **Remerciements**

Chers Tuteurs Universitaires, Collègues et Proches,

Je tiens aujourd'hui à vous adresser mes sincères remerciements pour votre précieuse contribution et votre soutien tout au long de mon parcours universitaire et de la réalisation de mon mémoire. C'est avec une immense gratitude que je vous écris ces mots pour exprimer ma reconnaissance.

Je vous remercie Monsieur Bourghelle et Madame Vanden Wildenberg pour vos conseils éclairés qui m'ont aidé à m'orienter dans mes recherches et à me guider dans l'élaboration de ce mémoire.

Mes chers collègues, Jonathan, Charlotte et Frédéric, je suis reconnaissante pour l'environnement d'apprentissage stimulant que nous avons créé ensemble.

A ma famille et ma mère plus particulièrement, je vous suis extrêmement reconnaissante d'avoir été à mes côtés, me donnant la force nécessaire pour surmonter les obstacles et atteindre mes objectifs. Vos encouragements, vos conseils et votre amour ont été une source d'inspiration constante.

## **Table des matières**

1.	Introduction .....	7
2.	Revue de littérature .....	10
2.1.	Le théorème de Modigliani et Miller.....	11
2.2.	La gestion du risque en entreprise (ERM).....	14
2.3.	Les déterminants de la gestion des risques de marché .....	15
2.3.1.	Les incitations fiscales .....	16
2.3.2.	Détresse financière .....	17
2.3.3.	Le sous-investissement.....	19
2.3.4.	Taille.....	23
2.3.5.	La structure de gouvernance .....	24
2.4.	Les preuves empiriques d’une interrelation entre la gestion des risques de marché, la valeur financière de l’entreprise et la performance comptable. ....	27
3.	Partie empirique .....	29
3.1.	Hypothèses de recherche .....	30
3.1.1.	Relation entre l’utilisation d’instruments de couverture et la structure de gouvernance .....	30
3.1.2.	Relation entre l’utilisation d’instruments de couverture et la valeur financière de l’entreprise.....	31
3.1.3.	Relation entre l’utilisation d’instruments de couverture et la performance comptable de l’entreprise .....	32
3.2.	Le cadre de l’étude empirique .....	33
3.3.	Sélection des variables statistiques.....	34
3.3.1.	Variables dépendantes.....	34
3.3.2.	Variables indépendantes.....	36
3.3.3.	Variable de contrôle .....	40
3.4.	Résultats empiriques et interprétations.....	40
3.4.1.	Les caractéristiques de l’échantillon et les statistiques descriptives .....	40

3.4.2. Les données empiriques sur les déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture.....	44
3.4.3. Les données empiriques sur l'effet de l'utilisation des instruments de couverture sur la valeur financière de l'entreprise .....	49
3.4.4. Les données empiriques sur l'effet de l'utilisation des instruments de couverture sur la performance comptable de l'entreprise .....	53
3.5. Les limites.....	57
3.6. Les pistes de recherche .....	57
4. Conclusion.....	59
5. Bibliographie .....	64
6. Annexes .....	68
7. Glossaire.....	73
8. Table des illustrations.....	74

# **1. Introduction**

La gestion des risques est un aspect essentiel de la gouvernance d'entreprise, visant à identifier, évaluer et atténuer les risques qui peuvent affecter la performance et la valeur d'une entreprise. Dans un environnement économique incertain et dynamique, la prise de risque est inhérente aux activités commerciales et industrielles, mais la manière dont une entreprise gère ses risques peut avoir un impact significatif sur sa capacité à créer de la valeur à long terme.

Le présent mémoire se concentre sur l'importance de la gestion des risques et son lien avec la création de valeur de l'entreprise. Plus précisément, l'objectif de cette étude est d'analyser les déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture, qui vise à atténuer les risques de marché auxquels une entreprise peut être exposée.

La mise en place d'une stratégie de couverture implique l'utilisation d'instruments financiers dérivés, tels que les contrats à terme, les options et les swaps, pour se protéger contre les fluctuations indésirables des prix, des taux de change, des taux d'intérêt ou d'autres variables qui peuvent avoir un impact sur le résultat financier de l'entreprise. La décision de mettre en œuvre une telle stratégie dépend de plusieurs facteurs, tels que la nature des risques auxquels l'entreprise est confrontée, sa tolérance au risque, ses objectifs financiers et sa capacité à mettre en place et à gérer ces instruments financiers complexes.

Comprendre les déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture est d'une importance capitale pour les gestionnaires d'entreprise, les investisseurs et les régulateurs. Une gestion efficace des risques peut réduire la volatilité des flux monétaires, renforcer la résilience de l'entreprise face aux chocs économiques, améliorer l'accès au financement et renforcer la confiance des investisseurs. De plus, en réduisant les incertitudes liées aux risques, la gestion proactive des risques peut favoriser la création de valeur en permettant à l'entreprise de se concentrer sur ses activités principales, d'exploiter les opportunités stratégiques et d'optimiser son allocation des ressources.

Par conséquent, nous tenterons de répondre à la problématique suivante : **Quels sont les déterminants et les effets de la gestion des risques de marché ?**

Cette étude se base sur une revue approfondie de la littérature académique et des études empiriques existantes sur la gestion des risques et la création de valeur de l'entreprise. En examinant les facteurs qui influencent la décision de mise en place d'une stratégie de couverture, cette recherche vise à fournir des informations précieuses pour les décideurs

d'entreprise et les parties prenantes intéressées par l'optimisation de la gestion des risques et la maximisation de la création de valeur.

La partie empirique aura pour objectif d'apporter des éléments de réponse aux questions de recherche suivantes :

- **Quels sont les déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture ?**
- **L'utilisation de couverture impacte-t-elle positivement la valeur d'une entreprise ?**
- **L'utilisation de couverture impacte-t-elle positivement la performance comptable d'une entreprise ?**

Cette étude explore l'importance de la gestion des risques et son impact sur la création de valeur de l'entreprise et la performance comptable. L'analyse des déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture permettra de mieux comprendre les facteurs qui motivent les entreprises à se prémunir contre les risques de marché. Cette recherche contribuera ainsi à l'amélioration des pratiques de gestion des risques et à l'optimisation des performances financières des entreprises.

Ce mémoire est structuré en trois parties principales. Dans un premier temps, une revue de littérature approfondie sera réalisée afin de comprendre les différents concepts et théories liés à la gestion des risques de marché et la création de valeur. Dans un second temps, une étude empirique sera réalisée afin d'identifier les déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture à partir d'un échantillon composé de 50 entreprises cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshares sur la période de 2017 à 2022. Nous tenterons également de mettre en évidence une relation entre l'utilisation d'instruments de couverture, la valeur financière et la performance comptable de ces entreprises. Enfin, nous soulignerons les limites de cette étude et les potentielles pistes de recherche.

## **2.Revue de littérature**

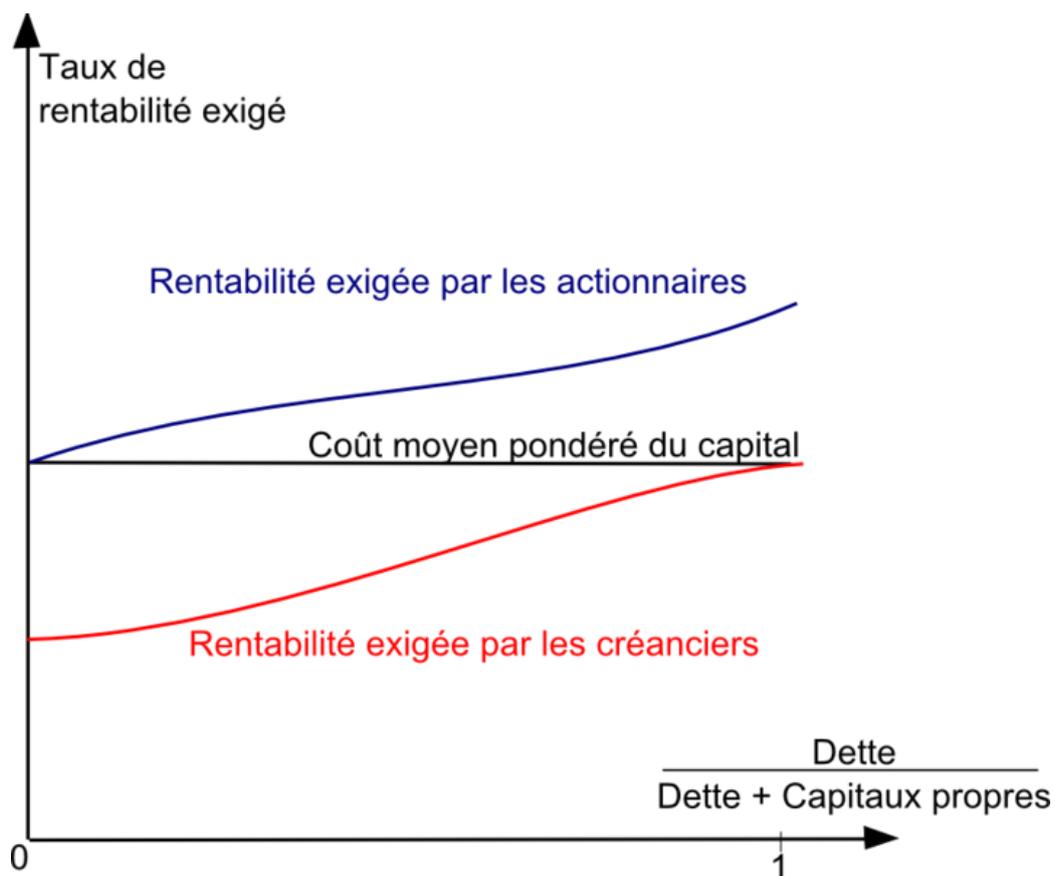
## **2.1. Le théorème de Modigliani et Miller**

Le théorème de Modigliani et Miller (1958) est la pierre angulaire des théories de la finance d'entreprise contemporaine. Selon ces économistes, dans le cadre d'un marché des capitaux parfait, la valeur de l'entreprise est uniquement influencée par les choix d'investissement et les activités de l'entreprise.

Par conséquent, il n'existe pas de relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure financière. Cette thèse a été validée en raison de sa robustesse théorique et empirique. En effet, en l'absence de distorsions, les investisseurs sont capables de reproduire des portefeuilles d'actifs répliquant les flux de trésorerie futurs de l'entreprise, sans que la structure de capital ait de l'importance.

En outre, les nombreuses études empiriques ont renforcé la légitimité de ce théorème. L'intégration des informations relevant de la structure de capital par les investisseurs et l'efficacité des marchés financiers permettent une évaluation correcte des entreprises. Les échantillons de ces études étaient hétérogènes et composés de diverses entreprises et industries. Les résultats démontraient alors une absence de relation significative entre la structure de capital et la valeur de l'entreprise.

Par ailleurs, il existe une complémentarité et une cohérence entre le théorème de Modigliani-Miller, la théorie de l'efficacité des marchés et de l'arbitrage. Les préceptes de ces théories convergent vers une disparition des écarts de valeurs résultant de la structure de capital.



**Figure 1. Représentation graphique du théorème de Modigliani-Miller (source : Creative Commons)**

Bien que ce théorème soit largement accepté, les études subséquentes remettent en cause les hypothèses de ce dernier. En effet, ces hypothèses restrictives sont les suivantes : absence des coûts de faillite, charges fiscales inexistantes, des prêts accordés sans limitation et à un taux fixe, absence d'asymétrie d'information entre les agents et absence de conflits d'intérêts.

Le modèle de Modigliani-Miller définit un cadre d'étude dans lequel l'entreprise ne subit pas les coûts de faillite. Par conséquent, les entreprises peuvent emprunter sans restriction et ne subissent pas une hausse des taux liée à une détérioration de leur situation financière. Or les coûts de faillite peuvent être significatifs et se matérialisent par des frais juridiques, des pertes de réputation et de confiance des créanciers. Dans ces conditions, les prêteurs peuvent exiger des primes plus élevées ou encore imposer des contraintes strictes quant au contrat de financement ou même demander un remboursement anticipé et la résiliation de ce dernier.

Les avantages fiscaux liés à l'endettement peuvent être non négligeables. Les intérêts des dettes sont déductibles fiscalement réduisant naturellement le coût réel de l'emprunt. La valeur de l'entreprise peut être impactée positivement grâce à une proportion plus élevée de dettes. Dans une seconde version du théorème, Miller et Modigliani affirment que finalement, le seul facteur avantageux de la dette financière par rapport aux capitaux propres est la déductibilité des frais financiers. L'intérêt de la dette est donc d'économiser l'impôt au niveau de la firme ainsi le coût moyen pondéré du capital est réduit.

Par ailleurs, la supposition de l'existence de marchés parfaitement efficients et ne présentant pas d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires est contestable. Les informations liées à la situation financière et aux perspectives de croissance sont facilement accessibles pour les dirigeants et moins pour les investisseurs externes. Cet avantage peut mener à des situations dans lesquelles le dirigeant privilégiera son propre intérêt au détriment de celui des actionnaires.

Enfin, les marchés financiers subissent des distorsions à l'image des frictions de marché, des imperfections réglementaires et des décisions irrationnelles des investisseurs. En outre, il existe des situations réelles présentant des imperfections, dans lesquelles la structure de capital est pertinente pour la valorisation des entreprises.

Bien que le théorème de Modigliani-Miller analyse les choix en matière de structure de capital des entreprises, de nombreux chercheurs ont étendu le champ à l'ensemble des décisions relatives à la stratégie financière telles que les politiques de couverture.

Smith et Stulz (1985) sont les premiers auteurs à avoir mis en exergue une relation positive entre la gestion des risques d'une entreprise et sa valeur. Nous détaillerons les déterminants de la gestion des risques financiers dans les parties qui suivront. A présent, nous allons présenter la gestion des risques en entreprise ainsi que ses avantages et ses limites.

## **2.2. La gestion du risque en entreprise (ERM<sup>1</sup>)**

La gestion des risques est un processus qui a été étudié avec davantage d'attention après la Seconde Guerre Mondiale. Différents auteurs affirment que la gestion des risques moderne débute aux environs des années 1960 (Williams et Heins, 1995; Harrington et Niehaus, 2003). Historiquement, les risques subis par les entreprises ne pouvaient pas être facilement couverts car le processus était trop onéreux. A partir des années 1970, les entreprises ont commencé à utiliser des produits dérivés en tant qu'instrument de couverture. Le développement de ces usages s'est réalisé rapidement et les entreprises ont introduit dans leurs stratégies financières la gestion des risques. Les institutions financières ont notamment contribué au développement de cette pratique par le biais de l'intensification des activités de gestion des risques de marché et de crédit à partir de 1980. En effet, les produits dérivés et structurés sont apparus en nombre et chaque année les institutions financières promouvaient de nouveaux produits. Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur fluctue en fonction d'un actif sous-jacent (action, devise, matière première, taux d'intérêt...). Nous pouvons catégoriser les produits dérivés de la façon suivante : les produits fermes et les produits optionnels. Les produits fermes sont des contrats engageant deux parties à s'échanger un produit quelconque à une date, un prix et une quantité fixés à l'avance (Haas, 1997). Ils regroupent essentiellement les contrats forwards, les contrats futures et les swaps. Les produits optionnels accordent un droit d'achat ou de vente d'un actif sous-jacent à la date d'échéance uniquement (options européennes) ou sur une période donnée (options américaines) et à un prix prédéfini. Ce groupe réunit essentiellement les options et les warrants. Il est important de mentionner les substituts aux produits dérivés, permettant de couvrir les risques de marché. En effet, selon Essrifi (2010), ces substituts sont les suivants : les activités de financement, les activités opérationnelles ainsi que la couverture par la liquidité. Nous ne développerons pas ces derniers car l'objectif principal de ce mémoire est d'étudier la gestion des risques de marché grâce aux instruments de couverture que sont les produits dérivés.

Dionne (2001) a notamment défini la gestion des risques comme étant « un ensemble d'activités » permettant d'accroître la valeur d'une entreprise grâce à une stabilisation des

---

<sup>1</sup> ERM signifie Enterprise Risk Management

« cash-flows<sup>2</sup> » et une limitation des coûts associés. Ce dernier présente les cinq principaux risques auxquels les entreprises financières et non financières doivent faire face :

- Le risque pur
- Le risque de marché : les risques liés aux fluctuations des conditions de marché (taux d'intérêt, taux de change, matières premières)
- Le risque de crédit : les risques endossés par les établissements financiers lors d'un prêt (probabilité de défaut, proportion de non-recouvrement)
- Le risque opérationnel : les risques liés aux activités internes
- Le risque de liquidité : le risque qu'une entreprise ne puisse pas honorer ses obligations financières à court terme.

Dans le cadre de notre étude, nous analysons l'effet de la gestion des risques au sein d'une entreprise non financière. Par conséquent, la revue de littérature et la partie empirique se concentreront sur les risques de marché.

L'investissement des entreprises dans les produits dérivés s'intensifie au fil des années, soulevant ainsi des questionnements sur la réelle raison de cet engouement. La littérature démontre notamment que la maximisation de la valeur de l'entreprise constitue la principale motivation de la mise en place d'une politique de couverture des risques. Nous allons par conséquent passer en revue les déterminants de la gestion des risques de marché.

### **2.3. Les déterminants de la gestion des risques de marché**

De nombreuses études empiriques quantitatives ont été menées, permettant ainsi d'identifier des possibles relations entre la variable binaire qui est l'utilisation ou non d'instruments de couverture et les variables dépendantes que nous développerons dans cette partie.

---

<sup>2</sup> Il s'agit des flux de trésorerie sortants et entrants.

### **2.3.1. Les incitations fiscales**

Selon Smith et Stulz (1985), les entreprises utiliseraient des instruments de couverture afin d'augmenter la valeur de l'entreprise grâce au contrôle de la fluctuation des revenus. Cette première étude rejette notamment l'une des hypothèses fondamentales du théorème de Modigliani-Miller, celle de l'absence de charges fiscales.

Graham affirme que si l'entreprise génère un résultat négatif, elle pourra alors bénéficier de crédits d'impôt qui pourront être utilisés sur plusieurs exercices.

Cependant, il démontre que la valeur actuelle d'un dollars de perte utilisé pour réduire un bénéfice ultérieur est inférieure à la valeur d'un dollars d'impôt payé sur le revenu bénéficiaire actuel.

Par conséquent, il est plus avantageux pour une entreprise de diminuer la volatilité des revenus afin de réduire la charge d'impôt. La gestion des risques permet ainsi d'abaisser le taux d'imposition effectif auquel l'entreprise est soumise et d'augmenter la valeur de l'entreprise. Selon cette théorie, une entreprise ayant un taux d'imposition effectif plus élevé voudra le minimiser en utilisant des instruments de couverture. Plusieurs travaux scientifiques dont celui d'Essrifi (2010) corroborent l'argument des incitations fiscales. Les entreprises françaises utilisant des produits dérivés de taux et ayant des reports fiscaux élevés se couvrent davantage.

Néanmoins, nous devons nuancer les conclusions de Graham. Les résultats de l'étude d'Essrifi (2010) suggèrent que les entreprises ayant bénéficié d'un taux d'imposition effectif plus faible auront une propension à utiliser davantage les produits dérivés afin de se couvrir contre les risques de marché.

Une étude plus récente sur les entreprises asiatiques démontre que la baisse des charges fiscales ne constitue pas une motivation pour se couvrir avec des produits dérivés. Le coefficient de la variable représentant le taux d'imposition effectif était certes positif comme le prédisaient Graham et Rogers mais non significatif.

Par ailleurs, Graham et Rogers (2001) identifient un autre facteur permettant d'obtenir un avantage en matière de taxe, il s'agit du ratio d'endettement. Les régressions de leur étude

mettent en évidence une hausse du ratio d'endettement engendrée par l'utilisation d'instruments de couverture. De ce fait, les stratégies de couverture engendrent un niveau d'équilibre des flux de trésorerie augmentant de ce fait le ratio d'endettement, qui lui-même influence à la hausse les probabilités d'obtention d'avantages fiscaux. Par conséquent, les coûts de détresse financière ont été étudiés massivement dans l'identification des déterminants de la stratégie de couverture.

### **2.3.2. Détresse financière**

Selon Essrifi (2010), il existe principalement trois déterminants des coûts de détresse financière :

- Les entreprises présentant des difficultés financières seront davantage sujettes à des pertes de clientèle, de fournisseurs, de personnels, réduisant ainsi sa capacité à faire face à la concurrence. Cet aspect ne sera pas développé dans le cadre de ce mémoire.
- Les entreprises présentant des difficultés financières risquent d'éprouver des difficultés à honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs créanciers. Ces difficultés se traduisent par des retards de paiement des intérêts ou des remboursements des dettes. Ces entreprises sont alors pénalisées et doivent parfois réaliser des remboursements anticipés des financements obtenus antérieurement. Cet aspect sera développé dans le cadre de ce mémoire.
- Les entreprises présentant des difficultés financières sont contraintes d'abandonner des projets d'investissement à VAN positive car l'accès aux financements devient plus difficile. Selon la littérature, il s'agit du concept de sous-investissement. Cette source découle de la précédente et sera étudiée séparément de la notion de coût de détresse financière.

L'hypothèse d'absence des coûts de faillite (appelés également coûts de détresse financière) du théorème de Modigliani et Miller a été massivement réfutée. En effet, le niveau d'endettement engendre une hausse des risques de faillite d'une entreprise (Robichek et Myers, 1966). Par conséquent, afin de pérenniser l'activité de l'entreprise, la prise en compte des coûts de faillite dans les décisions financières est primordiale.

De nombreuses revues scientifiques affirment que l'utilisation de produits dérivés, à des fins de couverture contre les risques de marché, crée de la valeur permettant de ce fait de diminuer les coûts de détresse financière.

Dans cette logique, les firmes ayant une stratégie de couverture pourront davantage honorer les échéances de paiements liées à leur activité et ainsi éviter les situations de cessation de paiement.

De ce fait, la diminution des coûts de détresse financière constitue une motivation pour l'entreprise de se couvrir contre les risques de marché afin d'assurer un lissage de ses cash-flows et d'éviter la faillite (Smith et Stulz, 1985). Les auteurs affirment qu'une entreprise endettée et dotée d'une stratégie de couverture pourra satisfaire ses créanciers en termes de remboursement ainsi que ses actionnaires en termes de dividendes. Cette réduction des coûts de faillite permettra notamment d'améliorer l'image de l'entreprise vis-à-vis de ses potentiels créanciers et investisseurs. Les signaux sont donc positifs et améliorent les conditions d'endettement.

Néanmoins, les résultats sur ce sujet demeurent mitigés. L'étude de Tufano (1996) ne permet pas d'identifier une relation significative entre le ratio d'endettement et l'utilisation de produits dérivés.

L'étude d'Essrifi (2010) confirme un effet avéré de la détresse financière sur l'intention d'utiliser des instruments de couverture. Les résultats sont cohérents avec la théorie car le coefficient de la variable de la détresse financière est significatif et positif. De ce fait, une entreprise se trouvant dans une situation de détresse financière aura une propension à utiliser des couvertures et à augmenter le niveau d'utilisation des produits dérivés.

Dans le cadre d'une étude quantitative récente, Lee (2019) confirme que les entreprises asiatiques, appartenant à son échantillon et présentant un ratio d'endettement élevé, utilisent

davantage les produits dérivés dans une optique de couverture. En effet, le coefficient du ratio d'endettement est positif et statistiquement significatif au niveau conventionnel de 1%. Par conséquent, plus l'entreprise présentera un ratio d'endettement élevé et sera donc potentiellement soumise davantage à des conditions restrictives et plus elle mettra en place une politique de couverture intense.

Les coûts de détresse financière peuvent engendrer des coûts de sous-investissement. L'existence de cette relation a permis à la théorie de considérer la réduction des coûts de sous-investissement comme déterminant de la stratégie de couverture.

### **2.3.3. Le sous-investissement**

Une situation de sous-investissement signifie que l'entreprise n'investit pas suffisamment dans des actifs tangibles et intangibles qui lui permettraient d'améliorer sa croissance ainsi que sa compétitivité sur le long terme. La littérature a postulé que la volatilité des flux de trésorerie limite la réalisation des investissements rentables. Selon ce postulat, une firme ayant des difficultés financières serait contrainte de ne pas saisir des opportunités d'investissements pour cause de restriction budgétaire. De surcroît, l'accès aux financements sera plus limité à cause des marchés financiers imparfaits. En période de croissance faible et de perte de rendement, le coût du financement externe sera plus élevé que celui du financement interne. Si l'entreprise éprouve initialement des difficultés à autofinancer son cycle d'exploitation, les coûts des financements externes aggraveront la situation par une hausse des charges financières et entraîneront une situation de sous-investissement.

La variabilité des flux de trésorerie et des disponibilités constitue un signal négatif pour les créanciers. En effet, une entreprise ayant peu de visibilité sur son avenir et par conséquent des difficultés à prévoir les futurs cash-flows, devra faire face à des conditions d'endettement plus restrictives ou se verra refuser certains financements. Afin d'éviter cette situation, l'entreprise devrait couvrir ses risques pour contrôler la fluctuation de ses futurs flux de trésorerie (Smith et Stulz, 1985). De ce fait, la stabilisation des flux de trésorerie entraîne une hausse de la valeur de l'entreprise et permet d'affaiblir la dépendance de celle-ci envers ses créanciers

externes qui est onéreuse. L'entreprise sera alors capable d'investir dans des projets à VAN positive.

Cependant, il est intéressant de souligner la relation étroite entre l'endettement et les opportunités d'investissement, soulevée par la théorie. Nance et al. (1993) affirme qu'une entreprise fortement endettée et ayant peu de liquidités, mais disposant de projets à VAN positive, sera davantage motivée par la couverture des risques.

Par ailleurs, la stratégie de couverture constitue également une solution au conflit d'agence découlant de la divergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants au sujet des projets d'investissement à VAN positive. Selon la littérature, les actionnaires préfèrent les projets d'investissement risqués car ils détiennent une option d'achat sur l'actif économique. La logique des options peut s'appliquer aux partenaires de l'entreprise que sont les créanciers et les actionnaires (Scholes et Black, 1973). Comme nous pouvons le constater sur la représentation simplifiée d'un bilan, nous estimons que l'actif est entièrement composé de l'actif économique qui n'est rien d'autre que les immobilisations détenues et le besoin en fonds de roulement. Quant au passif de ce bilan simplifié, il est scindé en deux groupes : les fonds propres et une seule dette.

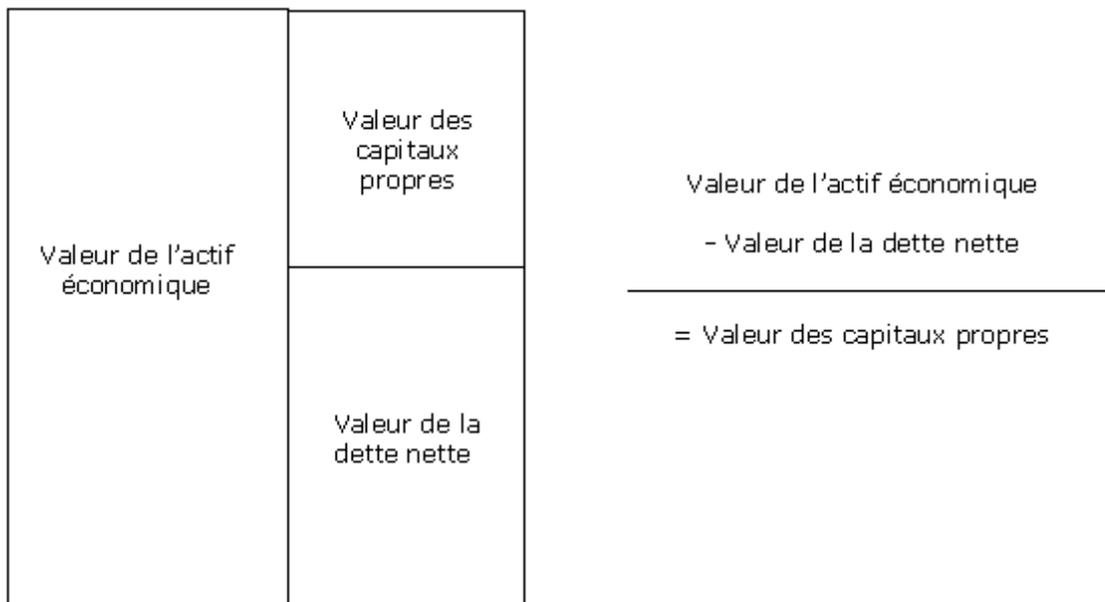
Selon le prisme des actionnaires, l'option d'achat accordée par les créanciers sur l'actif économique sera exercée à l'échéance (date de remboursement de la dette) à condition que la valeur de l'actif économique soit supérieure à la valeur de la dette.

Dans ce cas de figure, l'exercice de l'option d'achat signifie que les actionnaires remboursent l'entièreté de la dette et ils seront considérés comme les uniques propriétaires de l'actif économique de l'entreprise.

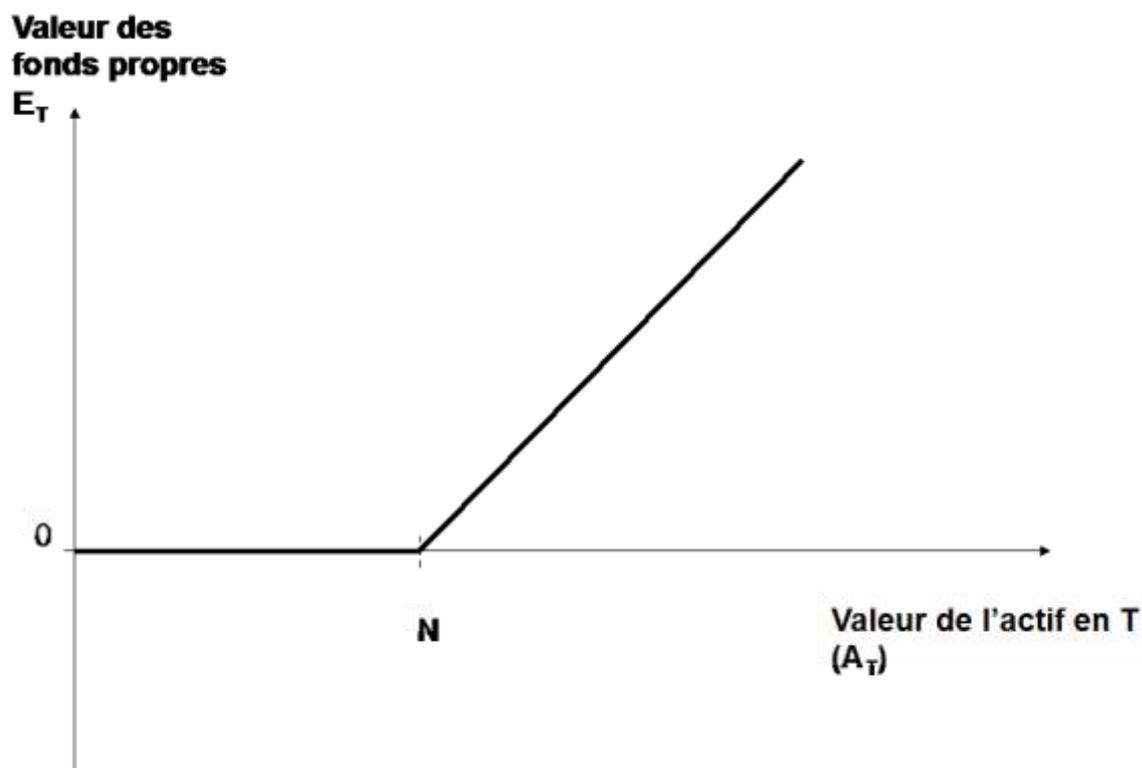
Cependant, si à l'échéance (date de remboursement de la dette) la valeur de l'actif économique est inférieure à la valeur de la dette, les actionnaires tenteront de se délester de l'actif économique en refusant les augmentations de capital qui auraient pu aider l'entreprise à rembourser cette dette. Par conséquent, les actionnaires n'exerceront pas leur option d'achat mais ils exerceront leur option de vente aux créanciers. Dans ce cas de figure, le créancier détiendra l'actif économique et sera responsable de la gestion de ce dernier ou le cas échéant à sa liquidation.

Par conséquent, si les actionnaires décident de réaliser des augmentations de capital, ils augmenteront la valeur de l'actif économique. Cependant cette hausse sera favorable aux créanciers car leur risque diminue tandis que la valeur des actions ne croît pas dans des proportions similaires à l'augmentation de capital. De ce fait, les créanciers captent une portion de la valeur des actionnaires.

Par conséquent, si une entreprise présente des difficultés financières, les actionnaires privilégieront des projets d'investissement très risqués afin d'augmenter les probabilités d'accroissement de la valeur de leur option. Les créanciers privilégieront à juste titre des projets d'investissement présentant des niveaux de risque faibles. Selon la théorie, les dirigeants privilégient les projets risqués même si ces derniers n'augmentent pas la valeur économique de la société (Black et Scholes, 1973). La stratégie de couverture détient alors un pouvoir incitatif permettant de favoriser les projets d'investissement qui ont un impact positif sur la valeur de la firme (Leland, 1998).



**Figure 2. Représentation simplifiée d'un bilan selon la logique des options (Source : Vernimmen.net)**



**Figure 3. Représentation du profil de gain d'une option d'achat détenue par un actionnaire**

Les conclusions de l'étude empirique d'Allayannis et Weston (2001) corroborent le postulat selon lequel les entreprises ayant des opportunités d'investissement élevées auront une propension à utiliser les dérivés de change. Dans cette étude, les variables retenues sont : le ratio (Total des dépenses d'investissement / Chiffre d'affaires) et le ratio (Total des dépenses de publicité / Ventes annuelles).

Les résultats obtenus par Mefeth (2004) sont néanmoins mitigés. En effet, le ratio des dépenses d'investissement sur la valeur de marché présente un coefficient différent selon les scénarios retenus dans le cadre de la partie empirique. Dans la première équation, ce coefficient est positif et significatif, ce qui concorde avec les prédictions théoriques. Cependant, dans le cadre d'une autre équation, ce coefficient devient non significatif.

Selon une étude plus récente d'Essrifi (2010), le coefficient de la variable des opportunités de croissance est significatif et positif. La nécessité de couvrir les risques est accrue en présence

d'opportunités de croissance. Le niveau de couverture est également impacté positivement par la diminution du coût des sous-investissements.

#### **2.3.4. Taille**

La taille est un déterminant qui ne fait pas l'unanimité dans la communauté scientifique. En effet, ce paramètre présente des effets contradictoires sur l'intention d'une entreprise à couvrir ses risques de marché.

D'après Blazy (2000), les petites et moyennes entreprises présentent des coûts de faillite plus élevés que les grandes entreprises. Par conséquent, plus l'entreprise est plus petite et plus elle aura intérêt à couvrir ses risques afin de diminuer les coûts de détresse financière.

Néanmoins, la culture de la gestion des risques n'est pas automatiquement assimilée par tous les types d'entreprise. En effet, la mise en place d'une stratégie de couverture exige des connaissances et des habiletés aiguisées en matière d'instruments de couverture. L'accès aux produits dérivés suppose indirectement des coûts d'information liés aux spécificités des couvertures, des catégories de produit dérivé, et des méthodes d'évaluation de ces derniers. Une entreprise n'ayant pas les moyens nécessaires pour recruter des personnes compétentes aura plus de difficultés à créer un service attitré à la gestion des risques. Par conséquent, il est plus probable qu'une grande entreprise soit dotée d'un organe supervisant la stratégie de couverture et ayant accès aux marchés standardisés. Par ailleurs, les coûts peuvent s'accroître rapidement selon les types de produits dérivés et les risques liés (risque de liquidité et risque de contrepartie). Une entreprise de plus petite taille pourrait rapidement être incapable de faire face à ces derniers.

D'après les résultats empiriques de Mefeth (2004), le coefficient de la variable de la taille de l'entreprise est positif et statistiquement significatif dans tous les scénarios étudiés. Par conséquent, plus l'entreprise est grande et plus il y aura de chance que l'entreprise soit utilisatrice d'instruments de couverture.

Cependant, l'argument de l'économie d'échelle n'est pas applicable dans l'échantillon de l'étude d'Essrifi (2010). En effet, le coefficient de la variable de la taille est négatif et non significatif. Ainsi, parmi les entreprises de l'échantillon étudié, les petites firmes étaient beaucoup plus utilisatrices d'instruments de couverture.

Lee (2019) constate empiriquement qu'une entreprise de grande taille sera plus susceptible d'être utilisatrice de produits dérivés à cause de sa complexité organisationnelle et de sa présence à l'échelle mondiale.

### **2.3.5. La structure de gouvernance**

La littérature nous a permis d'identifier un déterminant essentiel, celui de la structure de gouvernance. La théorie de la gouvernance d'entreprise réunit la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie du signal (Ross, 1977). Cette dernière remet en cause les hypothèses d'absence d'asymétrie d'information et des conflits d'intérêt au sein d'une entreprise du théorème de Modigliani et Miller (1958). La communauté scientifique a développé cette brèche afin d'identifier une possible influence entre la structure de gouvernance de l'entreprise et son intention de mettre en place une stratégie de couverture.

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), si une entreprise est dotée d'une structure de gouvernance dispersée, l'intérêt des actionnaires pourrait potentiellement être lésé. Une structure de gouvernance est dispersée dès lors qu'il existe plusieurs acteurs prenant part au processus décisionnel. Ces derniers peuvent être les membres de l'organisation, des comités, des conseils d'administration, des partenaires externes, des institutions publiques.

La prise de décision implique par conséquent différents acteurs. Cette structure garantit une meilleure transparence et une répartition équitable du pouvoir. Néanmoins, cette dispersion peut devenir complexe en fonction du nombre de partenaires. La multiplicité des actionnaires peut être à l'origine d'une passivité de ces derniers quant aux décisions financières et stratégiques. De ce fait, le dirigeant détiendra davantage de liberté d'agir dans son propre intérêt (Berle et Means, 1932).

En effet, les intérêts entre les actionnaires et les dirigeants ne sont pas convergents. Selon Jensen et Meckling (1976), cette divergence proviendrait d'une différence quant à la nature des risques supportés par ces agents, les horizons temporels différents et la nature des avantages perçus par le dirigeant. Ce non-alignement des intérêts engendre notamment des coûts d'agence qui sont supportés par les actionnaires. En effet, les apporteurs de fonds sont contraints de mettre en place des dispositifs de surveillance, de contrôle et d'incitation qui

sont onéreux. Concrètement, ces coûts peuvent inclure les frais d'audit, les incitations basées sur la performance de la société et d'autres mécanismes de gouvernance.

Par conséquent, la littérature a étudié la conséquence de la théorie de l'agence sur les choix en matière de couverture des risques. La décision d'une mise en place d'une stratégie de couverture peut être influencée par l'aversion des dirigeants au risque, la détention de stock-options, et la structure du conseil d'administration de l'entreprise.

La théorie de l'agence sous-entend une aversion au risque des dirigeants supérieure à celle des actionnaires. Par ailleurs cette aversion est fonction des investissements réalisés dans l'entreprise par le gestionnaire. En effet, le patrimoine du dirigeant est réputé peu diversifié car il engage sa propre réputation et sa personne dans la gestion de l'entreprise. Par conséquent, le dirigeant souhaitera davantage stabiliser les bénéfices en diminuant les risques encourus grâce à des stratégies de couverture aux dépens de l'intérêt des actionnaires. Dans le cadre de ce mémoire, cet aspect ne sera pas étudié dans la partie empirique par manque de visibilité. Selon Ben Khediri (2006), l'aversion du dirigeant n'exerce aucune influence sur l'utilisation d'instruments de couverture par l'entreprise.

L'attribution de stock-options permettrait une diminution de l'aversion du dirigeant au risque ainsi que l'augmentation de la valeur de l'entreprise. Les stock-options sont une forme de rémunération incitative accordée aux dirigeants et à certains employés. Ces dernières permettent d'obtenir un droit d'achat sur les actions de l'entreprise à un prix prédéterminée appelé prix d'attribution. L'intérêt principal est d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires grâce à une participation active et dirigée vers une meilleure performance de l'entreprise. Les dirigeants sont davantage incités à prendre des décisions favorisant la création de valeur pour les actionnaires car la valeur des stock-options suit l'évolution du cours de l'action de l'entreprise. D'après Sanders (2001), les dirigeants prennent davantage de risques grâce à cette détention de stock-options. Dans le cadre de ce mémoire, la détention de stock-options ne sera pas étudiée dans le cadre de ce mémoire car les données sont insuffisantes.

L'analyse multivariée de Ben Khediri (2006) corrobore les prédictions théoriques. Selon l'étude, une entreprise dotée d'un système de récompense basée sur la distribution de stock-options aura davantage tendance à utiliser des produits dérivés afin de se couvrir contre les risques de marché.

Par ailleurs, le conseil d'administration a un impact significatif sur la gouvernance de l'entreprise. Il joue un rôle clé quant à la prise de décision stratégique et à la supervision de la direction de l'entreprise. Cet organe de surveillance veille à ce que les dirigeants agissent dans l'intérêt de l'entreprise ainsi que des actionnaires (Fama et Jensen, 1983). Afin de résoudre de façon optimale les conflits d'intérêts, le conseil d'administration doit présenter des caractéristiques précises relatives au degré d'indépendance, à la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de dirigeant de l'entreprise, la composition de cet organe de surveillance.

La proportionnalité des administrateurs internes et externes est un sujet central relatif au degré d'indépendance du conseil d'administration. Selon Borokhovich (1996), il existe trois types d'administrateurs qui sont fonction de leur affiliation : l'administrateur indépendant, l'administrateur interne et l'administrateur externe.

L'administrateur indépendant est un membre du conseil d'administration mais qui n'entretient aucun lien direct avec l'entreprise en dehors du fait qu'il soit administrateur. Les administrateurs indépendants doivent faire preuve d'une impartialité avérée car ils ne détiennent pas d'intérêts financiers importants dans l'entreprise. Ces derniers doivent fournir une supervision et assurer une gouvernance indépendante pour garantir les intérêts des actionnaires.

L'administrateur interne peut être un dirigeant ou un cadre supérieur de l'entreprise. Il apporte notamment son expertise et sa connaissance approfondie de l'entreprise lors des discussions menées au sein du conseil d'administration.

L'administrateur externe peut être un banquier de l'entreprise, un expert ou encore un représentant d'une partie prenante.

La présence d'administrateurs indépendants permet de réduire le pouvoir de l'asymétrie d'information détenu par le dirigeant. De ce fait, l'expropriation du patrimoine des

actionnaires réalisée par les dirigeants peut être limitée. Néanmoins, les résultats empiriques liés à l'existence d'une relation entre la structure du conseil d'administration et la mise en place d'une stratégie de couverture sont divergents.

L'étude de Dionne et Triki (2005) ne permet pas de corroborer les prédictions théoriques. En effet, selon cette dernière, la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'influence pas l'utilisation d'instruments de couverture. Cependant, la présence d'administrateurs dotés d'une formation universitaire spécialisée en finance affecterait positivement l'utilisation d'une stratégie de couverture.

Ben Khediri (2006) confirme les résultats cités précédemment. Une entreprise dotée d'un conseil d'administration ayant une plus grande proportion d'administrateurs indépendants, ne sera pas davantage incitée à mettre en place une stratégie de couverture.

Après avoir passé en revue les déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture des risques de marché, nous allons exposer les prédictions théoriques et les résultats empiriques de chercheurs relatifs à la relation entre la gestion des risques de marché, la valeur financière et la performance comptable de l'entreprise.

#### **2.4. Les preuves empiriques d'une interrelation entre la gestion des risques de marché, la valeur financière de l'entreprise et la performance comptable**

La création de valeur engendrée par la mise en place d'une stratégie de couverture des risques a notamment été étudiée par Myers et Majluf (1984). Ces derniers ont conclu que les entreprises avaient tendance à privilégier les fonds internes dès lors que le financement externe était coûteux. En effet, la stabilisation des flux de trésorerie permet aux entreprises de saisir les opportunités d'investissement grâce aux capacités financières internes, créant ainsi de la valeur. Par ailleurs, une autre argumentation développée par Froot, Sharfestein et Stein (1993) permet d'affirmer qu'une entreprise ayant couvert ses risques, réduit ses coûts de détresse financière et réduit par conséquent les coûts de sous-investissement.

L'étude d'Allayannis et Weston (2001) corrobore ces prédictions théoriques. Ces chercheurs ont étudié l'effet de la politique de couverture du risque de change sur la valeur de l'entreprise. Leur échantillon est constitué d'environ 700 entreprises non financières entre

1990 et 1995. Les résultats de la partie empirique mettent en évidence un Q de Tobin supérieur dans le cas où l'entreprise est utilisatrice de dérivés de change. La robustesse de l'analyse multivariée est avérée grâce aux multiples paramètres de contrôle utilisés.

Lee (2019) affirme également que l'utilisation de produits dérivés influence à la hausse la valeur financière de l'entreprise. La variable binaire qui est l'utilisation ou pas de produits dérivés présente un coefficient positif et significatif au seuil conventionnel de 1%. En des termes chiffrés et économiques, l'utilisation de produits dérivés entraînerait une hausse du prix de l'action à hauteur de 2%.

Néanmoins, l'étude de Cholat (2019) ne va pas dans ce sens. Le ratio Q Tobin présente un coefficient non significatif. Par conséquent, l'utilisation d'instruments de couverture liés au prix des matières premières ne permet pas d'accroître la valeur de l'entreprise.

Par ailleurs, le développement de la gestion des risques a eu pour objectif principal la réduction des risques afin d'améliorer les performances de l'entreprise (Woods, 2009).

L'article scientifique de Dionne et Mnasri (2018) a étudié cette interrelation entre la mise en place d'une couverture contre le risque associé au prix du pétrole et du gaz dans les entreprises pétrolières américaines. La performance comptable est représentée par deux variables : le ROE et le ROA. Le ROE (Return on Equity) est un indicateur de rentabilité par rapport aux capitaux propres investis. Il permet de vérifier si l'entreprise est capable à juste titre de générer des profits tangibles à partir des fonds apportés par les actionnaires. Plus le ROE est élevé et plus l'entreprise est rentable. Quant au ROA (Return on Assets), il s'agit également d'un indicateur de rentabilité qui lui dépend des actifs totaux. Le bénéfice réalisé par l'entreprise est alors divisé par le total de l'actif.

Les résultats de cette étude démontrent que les entreprises ayant un ROA et un ROA élevés sont utilisatrices d'instruments de couverture.

### **3. Partie empirique**

### **3.1. Hypothèses de recherche**

La revue de littérature ci-dessus nous montre qu'il existe une pléthore d'étude traitant des potentielles relations entre l'utilisation des produits dérivés, la gouvernance d'entreprise, l'évaluation et la performance de la firme. Par ailleurs, nous constatons qu'il existe plusieurs façons d'étudier le sujet de ce mémoire, ainsi nous avons sélectionné des variables nous semblant les plus pertinentes et les plus utilisées. Nos hypothèses qui sont développées dans cette partie découlent également des résultats des travaux historiques.

#### **3.1.1. Relation entre l'utilisation d'instruments de couverture et la structure de gouvernance**

La structure de la gouvernance a un effet disciplinaire sur le comportement d'un dirigeant d'entreprise (Jensen et Meckling, 1976 ; Stulz, 1990). La théorie affirme qu'un dirigeant détenant beaucoup de liberté dans ses prises de décision, générera automatiquement des coûts d'agence. Les coûts d'agence sont générés dès l'existence d'une asymétrie d'information dans le cadre de la délégation de pouvoir entre le dirigeant (le mandataire) et les actionnaires (le mandant). En outre, un système de gouvernance d'entreprise a pour finalité l'amélioration de la valeur pour les actionnaires.

Ce dernier doit protéger les capitaux de l'entreprise et assurer une rentabilité jugée raisonnable pour les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997).

Les leviers permettant d'influencer le comportement du dirigeant sont multiples. Les recherches passées mettent en exergue une structure de gouvernance d'entreprise optimale capable de limiter les décisions spéculatives. En effet, le poids des actionnaires doit être suffisamment élevé afin de limiter les libertés prises par le dirigeant dont le seul but est d'accroître les bénéfices privés (Jensen et Meckling, 1976). Ce poids se matérialise notamment par la nature de l'actionnariat, le degré de concentration de l'actionnariat, la constitution du conseil d'administration, la séparation de la fonction de dirigeant et de président du Conseil d'Administration, les audits effectués au sein du Conseil d'Administration. Lee Kin-Wai (2019) démontre qu'une structure de gouvernance considérée comme étant solide, favorise l'utilisation des produits dérivés en tant qu'outil de couverture.

Selon cette étude, si l'entreprise est dotée d'un conseil d'administration constitué d'une forte proportion d'administrateurs indépendants, qui est dirigé par un président différent du

Directeur Général et qui est souvent audité, alors le dirigeant sera dissuadé d'employer les produits dérivés à des fins spéculatives. Des enquêtes ont démontré que les dirigeants avaient tendance à prendre des positions spéculatives à court terme dans des entreprises au système de gouvernance faible (Mitton et Schrand, 2007). Par ailleurs, Lee Kin-Wai conclut que la présence d'une structure de gouvernance solide augmente positivement l'effet de l'utilisation des produits dérivés sur la valeur financière de l'entreprise. De ce fait, nous émettons l'hypothèse suivante :

**H1 : Les entreprises avec une structure de gouvernance solide sont prédisposées à utiliser les produits dérivés.**

### **3.1.2. Relation entre l'utilisation d'instruments de couverture et la valeur financière de l'entreprise**

Le théorème de Franco Modigliani et Merton Miller (1958) réfute une possible relation entre la gestion des risques financiers et la valeur de l'actif économique. Ces derniers affirment que la structure de financement n'a pas d'impact sur la valeur d'entreprise de l'actif économique. Ainsi, dans un monde sans friction, nous comprenons que si une entreprise souhaite mettre en place une stratégie de couverture afin de limiter la volatilité des flux de trésorerie et d'obtenir des financements à des taux avantageux, cela ne générera pas un accroissement de la valeur de l'entreprise. Cependant, ce monde exempt de taxes et de coûts de transaction, est différent de l'environnement réel d'une entreprise.

Par conséquent, des chercheurs ont tenté de démontrer l'influence des stratégies de couverture sur la valeur de l'entreprise. Myers et Majluf (1984) ont notamment réussi à identifier ces relations grâce à leur raisonnement et aux résultats de leur partie empirique. En effet, les financements externes sont considérés comme étant onéreux, ainsi l'entreprise préférera ses fonds internes. L'utilisation de couverture assure une stabilité des flux monétaires, diminuant ainsi le besoin d'un financement externe. Les projets à valeur positive sont retenus et financés grâce aux fonds internes, donc la gestion des risques est génératrice de valeur pour l'entreprise et ses actionnaires.

Par ailleurs, l'étude récente de Kin-Wai (2019) démontre également une relation positive entre l'utilisation d'instruments dérivés et l'évaluation de l'entreprise. L'auteur affirme qu'une stratégie de couverture intense exerce une influence positive sur la valeur de l'entreprise. Il quantifie notamment une hausse de 2 à 5% de la valeur des fonds propres

générée par la simple utilisation de produits dérivés. Par ailleurs, la structure de la gouvernance d'entreprise accentue l'effet positif de l'utilisation d'instruments dérivés sur la valeur de l'entreprise (Kin-Wai, 2019). Selon les résultats de l'analyse statistique, lorsque l'indice de gouvernance d'entreprise élaboré dans le cadre de l'étude interagit avec la variable binaire de l'utilisation de produits dérivés, alors la valeur de l'entreprise s'accroît davantage. Une structure de gouvernance plus solide démultiplie l'effet positif des produits dérivés sur la valorisation de l'entreprise. De ce fait, nous émettons l'hypothèse suivante :

**H2 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la valorisation de l'entreprise.**

### **3.1.3. Relation entre l'utilisation d'instruments de couverture et la performance comptable de l'entreprise**

Dans la même lignée que la valeur financière de l'entreprise, certains auteurs ont également abordé le prisme de la performance comptable de l'entreprise. Florio et Leoni (2016) ont cherché à identifier une possible relation entre l'intensité de la gestion des risques de l'entreprise et la performance financière ainsi que comptable.

Il est intéressant de souligner que le nombre d'étude traitant d'une possible relation entre l'utilisation produits dérivés dans le cadre d'une couverture et la performance de l'entreprise, est plus faible. Les données empiriques sont donc plus limitées.

La performance comptable est mesurée par le ratio de rendement des actifs (ROA) et la rentabilité des capitaux propres (ROE).

L'évaluation quantitative supplée par l'évaluation qualitative de l'évaluation des risques a une influence positive sur la rentabilité des capitaux propres (Foria et Leoni, 2016). En effet, les résultats de l'analyse permettent de démontrer qu'une entreprise dotée d'un système de gestion des risques plus élaboré sera plus rentable. Cette dernière réussit à mettre en place des actions en matière de gestion des risques qui conduisent à une amélioration des décisions opérationnelles et à une réduction des coûts directs et indirects liés aux risques. Inversement, si l'entreprise ne présente pas un intérêt pour les couvertures, les investisseurs apprécieront moins cet aspect et la performance comptable se verra impactée négativement. Des travaux réalisés sur des entreprises appartenant au secteur de l'industrie du pétrole et du gaz, confirment également cette relation (Dionne et Mnasri, 2018; Eve Cholat, 2019).

Néanmoins, cette interrelation ne fait pas l'unanimité au sein du cercle des chercheurs. Selon Gordon et al. (2009), la relation entre l'utilisation de produits dérivés et la performance comptable est dépendante de plusieurs facteurs tels que l'incertitude environnementale, la taille de la firme, le secteur d'activité, les actions du conseil d'administration. De ce fait, nous émettons l'hypothèse suivante :

**H3 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la performance comptable de l'entreprise.**

### **3.2. Le cadre de l'étude empirique**

Afin de garantir un échantillon hétérogène, nous avons sélectionné 50 entreprises cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshares appartenant à des secteurs d'activité diversifiés. Nous avons pris soin d'exclure les institutions bancaires et d'investissement car ces dernières présentent des structures financières fortement réglementées influant ainsi les variables que nous étudions dans nos régressions. L'extraction des données financières s'est réalisée grâce au logiciel Thomson Reuters Eikon sur l'ensemble de notre échantillon sur la période de 2017-2022. Cependant certaines données des entreprises présentant des capitalisations plus faibles étaient manquantes. De ce fait, nous avons été contraints de passer en revue les documents d'enregistrements universels afin d'extraire les éléments qui nous intéressaient.

Les régressions statistiques ont été réalisées à l'aide du logiciel Eviews afin de produire une analyse économétrique fiable.

Grâce à la directive européenne adoptée le 15 décembre 2004 connue sous le nom de "Directive Transparence", les sociétés cotées diffusent des communiqués détaillant leur politique de couverture des risques. En effet, elles sont dans l'obligation de publier un rapport financier annuel qui inclue notamment un rapport de gestion. Selon l'article L 225-100-1 du code de commerce, le rapport de gestion doit mentionner des informations sur les principaux risques et incertitudes auxquels les sociétés doivent faire face et sur la stratégie mise en œuvre pour limiter ces derniers. Grâce à ce cadre réglementaire, nous avons été capables d'extraire des données en matière de gestion des risques afin de réaliser notre étude empirique.

### **3.3. Sélection des variables statistiques**

#### **3.3.1. Variables dépendantes**

##### **3.3.1.1. L'utilisation d'instruments de couverture**

L'utilisation de produits dérivés comme instruments de couverture (HEDGEUSER) est l'une des variables dépendantes étudiée dans ce mémoire. Notre échantillon est constitué de 50% d'entreprises utilisatrices d'instruments dérivés. Ce pourcentage est similaire à l'étude réalisée sur les entreprises en Nouvelle Zélande par Mardsen et Prevost (2005) soit 45% et à celle de Kin-Wai (2019) qui analysait les entreprises cotées en Asie soit 48%. Cette variable binaire est couramment utilisée dans les travaux universitaires afin d'identifier les déterminants de l'utilisation de couverture contre les risques auxquelles une entreprise doit faire face (Graham et Rogers, 2002; Ken Khediri, 2016; Kin-Wai, 2019). Certains auteurs centrent leurs recherches sur un unique type d'instrument de couverture à l'instar d'Allayannis et Weston (2001) tel que les dérivés de change (Foreign currency derivatives, FCDs). Notre approche empirique se veut globale en termes de gestion des risques de l'entreprise. De ce fait, nous étudions tous les instruments dérivés qu'une firme peut acquérir afin de minimiser ses risques. Dès lors qu'une entreprise utilise au moins un produit dérivé, nous estimons que la variable HEDGEUSER est égale à 1. En l'absence totale de produits dérivés, la variable HEDGEUSER est nulle.

##### **3.3.1.2. La valeur financière de l'entreprise**

Dans cette recherche, nous avons pris parti de retenir le Market-to-Book ratio comme variable dépendante (MARKET\_TO\_BOOK) pour mesurer la valeur de l'entreprise. Il existe une dominance du ratio de Tobin<sup>3</sup> dans les travaux antérieurs afin d'identifier la valeur financière d'une firme (Kin-Wai, Eve Cholat 2019). Cependant, nous avons éprouvé des difficultés à obtenir les données nécessaires au calcul du ratio de Tobin. Les données manquantes étaient en nombre malgré l'utilisation du logiciel Eikon Reuters. Néanmoins, la littérature suggère

---

<sup>3</sup> Le ratio Q de Tobin a été élaboré par le prix Nobel James Tobin (1969) afin de calculer la valeur d'une entreprise et donc sa profitabilité. Ce ratio s'obtient en divisant la valeur boursière de la firme par la valeur de remplacement de ses actifs.

que le Market-to-Book ratio peut être utilisé comme proxy de la valeur de l'entreprise (La Porta et al., 2002; Lel, 2012). Par conséquent, nous avons adopté le même raisonnement. Le market-to-book ratio est un indicateur financier permettant d'apprécier la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable d'une entreprise. La valeur de marché est obtenue grâce au cours des actions de l'entreprise échangées sur le marché boursier. De ce fait, il s'agit d'un prix de transaction résultant de négociations. La valeur comptable représente la valeur nette des actifs de l'entreprise après déduction de ses passifs. Lorsque le market-to-book est supérieur à 1, cela signifie que les investisseurs sont optimistes quant à la performance future de la firme. Inversement, un ratio inférieur à 1 met en évidence une défiance quant aux possibilités de croissance de l'entreprise.

La principale différence entre le ratio de Tobin et le ratio market-to-book est le dénominateur de la formule de calcul. Dans l'approche market-to-book, le dénominateur est la valeur comptable tandis que dans celle du Q Tobin, il s'agit de la valeur de remplacement des actifs.

### **3.3.1.3. La performance comptable**

Par ailleurs, nous souhaitons étudier les effets de l'utilisation de couverture contre les risques financiers sur la performance comptable. La performance comptable reflète la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices grâce à une gestion optimisée des actifs, des passifs et des risques financiers. Dans le cadre de notre recherche, nous souhaitons découvrir s'il existe une amélioration de la performance comptable générée par l'utilisation de produits dérivés.

A l'instar de la littérature existante sur le sujet, nous allons utiliser le facteur "Return on Assets" (ROA) comme mesure de la performance comptable (Dionne et Mnasri, 2018; Eva Cholat, 2019).

### **3.3.2. Variables indépendantes**

#### **3.3.2.1. Les expositions étrangères**

D'après des travaux scientifiques, l'exposition étrangère constitue un déterminant significatif de la mise en place d'un programme de couverture (Essrifi, 2010; Lee, 2019).

Dès lors que la variation des taux de change induit une variation des flux de trésorerie, la firme essaiera de stabiliser la volatilité des cash-flows.

Cette variation est causée par une exposition étrangère se traduisant par des activités telles que l'importation et l'exportation, des opérations internationales. Cependant, la disponibilité des données relatives à l'exposition étrangère est limitée. A l'instar d'Essrifi (2010) et Lee (2019), nous utiliserons la variable des ventes réalisées en devise étrangère divisées par le total des actifs (SALESFOR). Les données sont facilement accessibles sur le logiciel Thomson Reuters Eikon. Dans le but d'améliorer la significativité des résultats de nos régressions multiples, nous avons décidé d'incorporer l'effet des actifs financiers en devises (Lee, 2019) correspondant aux créances des clients étrangers divisées par le total des actifs (ASSETFOR). Par conséquent, nous nous attendons à ce que la position d'une entreprise exportatrice entraîne une utilisation des produits dérivés pour se couvrir des risques financiers.

#### **3.3.2.2. Les incitations fiscales**

L'effet de la fiscalité sur la décision de couverture ne fait pas l'unanimité au sein du cercle des chercheurs. L'étude de Gay et Nam (1998) a démontré que les entreprises, ayant mis en place une gestion élaborée des risques, étaient soumises à un Tax Loss Carry Forwards plus élevés par rapport à celles qui ne se couvraient pas. Cependant, les résultats empiriques de plusieurs études démontrent qu'un taux d'imposition élevé ne motive pas les entreprises à adopter une politique de couverture. En effet, cette variable est considérée comme très peu significative voire non significative (Essrifi, 2010; Lee, 2019). Néanmoins, nous avons la volonté de tester l'effet de la fiscalité sur notre échantillon. Par conséquent, nous nous sommes inspirés de la variable utilisée par Lee (2019) qui est le taux d'imposition effectif

obtenu en divisant la somme de la charge d'impôt courant et de la charge d'impôt différée par le résultat net avant impôt (TAX). Nous présupposons que les potentiels avantages fiscaux incitent l'entreprise à utiliser des produits dérivés pour se couvrir contre les risques financiers.

### **3.3.2.3. La détresse financière**

Les démonstrations d'une éventuelle relation entre la détresse financière et l'utilisation de produits dérivés sont divergentes. En effet, Graham et Rogers (2002), Essrifi (2019) et plus récemment Lee (2019) ont identifié une relation positive entre le ratio d'endettement et l'utilisation de produits dérivés. A l'opposé, l'étude de Guay et Kothari (2003) ne présentait pas la mesure de la détresse financière comme coefficient significatif. Dans le cadre de notre partie empirique, nous décidons d'utiliser le ratio d'endettement comme indicateur de la détresse financière (Lee, 2019). Par conséquent, nous avons divisé le total des dettes par le total des actifs. Nous nous attendons à ce que le ratio d'endettement soit plus élevé dans une entreprise qui a mis en place une stratégie de couverture des risques financiers.

### **3.3.2.4. Les liquidités**

La revue de littérature suggère une relation positive entre le niveau de liquidité et l'utilisation d'une couverture. Selon Clark et Judge (2008), dans l'optique d'une stabilisation des liquidités détenues par l'entreprise, une stratégie de couverture des risques financiers est mise en place. Cependant, cette variable ne présente pas systématiquement un coefficient significatif (Essrifi, 2010). Il sera donc intéressant de vérifier les prédictions théoriques. A l'instar de Lee (2019), nous utilisons le total de la trésorerie disponible, des créances et titres négociables obtenus sur le logiciel Thomson Reuters Eikon.

Nous supposons une relation positive entre le niveau de liquidité et l'utilisation de produits dérivés.

### **3.3.2.5. Les opportunités de croissance et le sous-investissement**

Le concept de “sous-investissement” a été développé par Myers (1977). Ce dernier affirme que les projets à VAN positive risquent d’être abandonnés au sein des entreprises risquant une faillite prochaine. Les firmes qui déposeront leur bilan dans un futur proche, présentent généralement une détresse financière élevée. Par conséquent, la situation présentement décrite dissuade les actionnaires d’investir dans des projets même s’ils sont rentables. La raison est que les détenteurs des fonds propres anticipent une utilisation des bénéfices du projet en faveur des frais financiers alors qu’ils ont supporté le coût de l’investissement.

La stabilisation des cash-flows entraîne une diminution de la détresse financière qui réduira à son tour le sous-investissement. Selon la littérature, l’utilisation de couverture permet de diminuer la volatilité des flux de trésorerie futurs. Ainsi, les entreprises sont davantage disposées à financer avec leur propre trésorerie, des projets rentables qui auraient pu ne pas voir le jour en l’absence de l’utilisation de produits dérivés (Smith et Stulz, 1985). Par conséquent la couverture de risque financier permettrait à l’entreprise de saisir les opportunités d’investissement à un prix plus avantageux grâce à l’autofinancement. Le risque de sous-investissement est limité dans les entreprises utilisant des produits dérivés (Froot et al., 1993). Le ratio Book-to-market est assimilé par certains chercheurs comme étant une valeur du capital d’innovation ou une valeur de croissance (Mian, 1996; Lev et Sougiannis 1999). Plus le Book-to-market est faible et plus l’entreprise est capable de saisir des opportunités de croissance.

Par conséquent, nous estimons dans cette étude qu’une entreprise bénéficiant d’opportunités de croissance sera plus encline à utiliser des instruments de couverture. Nous supposons une relation négative entre le ratio book-to-market et la variable utilisation de produits dérivés.

### **3.3.2.6. L’indice de gouvernance d’entreprise**

Comme nous avons pu le constater, il existe une littérature traitant de l’influence de la structure de gouvernance d’une entreprise sur l’existence d’un plan de gestion des risques financiers. Lel (2006) a étudié notamment la raison pour laquelle une entreprise utilise des dérivés de change, et plus précisément l’impact de la gouvernance sur celle-ci.

Ainsi, en accord avec la théorie de la maximisation de la valeur actionnariale générée par les couvertures, Lel (2006) affirme que l’indice de la gouvernance d’entreprise présente un

coefficient positif et significatif. De ce fait, l'auteur conclut que plus une entreprise est dotée d'une structure de gouvernance solide et plus elle sera susceptible de couvrir les risques financiers afin d'accroître sa valeur.

Sur la même lignée, Lee (2019) met en évidence une influence de la gouvernance d'entreprise sur la relation entre la valeur financière de l'entreprise et l'utilisation d'instruments de couverture. Le chercheur a régressé la valeur financière par plusieurs variables dont l'interaction entre la gouvernance et le niveau d'utilisation des instruments de couverture. Grâce à son analyse empirique, il démontre que la solidité de la structure de gouvernance impacte positivement et significativement l'interrelation entre la valeur de l'entreprise et l'utilisation de produits dérivés. La construction de l'indice de gouvernance d'entreprise consistait à créer une variable oscillant de 1 à 10. Plus l'entreprise détient une structure de gouvernance solide et plus elle aura un indice proche de 10. Les critères de solidité de la gouvernance dépendaient des caractéristiques suivantes : le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration, la taille du conseil d'administration, la dissociation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration.

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons décidé de normaliser également la gouvernance grâce à une variable représentant l'indice de gouvernance (CG) variant de 1 à 10 selon la même logique que Lee (2019). Nous avons également intégré les trois composantes citées précédemment. Par ailleurs, nous avons ajouté une caractéristique binaire qui est la présence d'un comité d'audit. Ces données étaient accessibles pour les grandes entreprises via le logiciel Eikon. Cependant, nous avons été obligés de relever ces informations dans les documents d'enregistrement universel pour les entreprises à faible capitalisation.

Cette variable est une mesure imparfaite de la structure de gouvernance d'une entreprise or il n'existe pas de variable parfaite. Cependant notre indice constitue un bon proxy et nous permettra d'apprécier les résultats quant à son effet sur l'utilisation d'instruments de couverture et la création de valeur. Nous supposons que l'indice de gouvernance d'entreprise (CG) influence positivement l'utilisation d'instruments de couverture et la valeur de l'entreprise.

### **3.3.3. Variable de contrôle**

#### **3.3.3.1. La taille**

La sélection de la variable de contrôle s'inspire des analyses empiriques antérieures. La taille de l'entreprise est généralement utilisée dans les études traitant de l'utilisation d'instruments de couverture et de la valeur de l'entreprise. Cependant les effets de cette variable de contrôle, se trouvent être mitigés. Mefteh (2005) estime que les grandes entreprises disposent de ressources humaines et financières importantes, ainsi il est fort probable qu'il existe un département de gestion des risques. Le manque d'expertise au sujet des techniques de couverture peut constituer un frein à la mise en place d'une stratégie de gestion des risques financiers (Dolde, 1993). Par ailleurs, la mise en place d'instruments de couverture peut entraîner de nombreux coûts tels que les coûts de transaction et de liquidité. Ainsi, les petites entreprises peuvent être davantage frileuses quant aux règlements de ces derniers. Plusieurs travaux scientifiques ont mis en évidence une influence positive de la taille sur l'utilisation d'instruments de couverture (Mian, 1996; Floria et Leoni, 2017; Lee, 2019). Cependant ces résultats sont nuancés par des études démontrant un coefficient non significatif statistiquement, voire négatif (Haushalter, 2000; Mefteh, 2005).

Dans le cadre de ce mémoire, nous utiliserons comme proxy le logarithme naturel de l'actif total (Hitt et al., 1997; Nachum, 2004; Lee, 2019). Nous supposons que la taille a une influence positive sur l'utilisation d'instruments de couverture.

### **3.4. Résultats empiriques et interprétations**

#### **3.4.1. Les caractéristiques de l'échantillon et les statistiques descriptives**

Nous avons procédé à une analyse des secteurs selon la classification sectorielle adoptée par le gestionnaire de marché Euronext. Depuis 2005, ce dernier a adopté la nomenclature internationale ICB Industry Classification Benchmark. Cette classification a été initialement adoptée par Dow Jones Indexes. La structure du ICB Industrie s'articule entre 4 niveaux qui sont : "les industries" (ICB1) composées de 10 groupes; "les secteurs" (ICB2) composés de

20 secteurs; “les sous-secteurs” (ICB3) composés de 45 catégories et “les sous-sous-secteurs” (ICB4) composés de 173 catégories.

Dans le cadre de notre étude, nous avons présenté le deuxième niveau qui est “le secteur ICB2”. Nous remarquons une prépondérance du secteur des “Biens et services industriels” (25%) ainsi que de la “Distribution” (25%). Par ailleurs, 15% des entreprises de notre échantillon appartiennent au secteur “Voyage et Loisirs”, 10% au secteur “Pétrole et gaz” et 10% au secteur “Automobiles et équipementiers”. Les secteurs restants sont les suivants et représentent respectivement 2,5% de notre échantillon : “Chimie”, “Matières premières”, “Bâtiments et matériaux de construction”, “Santé”, “Services aux collectivités”, “Technologie”.

**Table 1. Répartition des entreprises par secteurs ICB**

Liste des secteurs ICB	Pourcentage
Chimie	2,5%
Pétrole et gaz	10,0%
Matières premières	2,5%
Bâtiments et matériaux de construction	2,5%
Biens et services industriels	25,0%
Automobiles et équipementiers	10,0%
Santé	2,5%
Distribution	25,0%
Voyage et loisirs	15,0%
Services aux collectivités	2,5%
Technologie	2,5%
TOTAL	100,0%

A l’aide d’une lecture plus précise des rapports annuels financiers des entreprises de notre échantillon, nous avons pu identifier dans un premier temps les risques de marché afférents à leur activité et dans un second temps les instruments utilisés afin de faire face à ces derniers.

Parmi les 50 entreprises de notre échantillon, 50% sont utilisatrices d'au moins un instrument de couverture.

En moyenne, 53% des entreprises utilisatrices d'instruments de couverture couvrent le risque de change, 30% d'entre elles couvrent le risque de taux d'intérêt et 10% d'entre elles couvrent le risque lié au prix des matières premières.

Par ailleurs, il existe une prépondérance des contrats à terme parmi les instruments de couverture utilisés (48%). Les Swaps viennent en seconde position (25%) et les Options en dernière position (5%).

### **Table 2. Types de risque financier couvert**

Ce tableau présente la part moyenne des entreprises qui utilisent des instruments de couverture pour couvrir un risque financier spécifique. Notre échantillon est constitué de 50 entreprises cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshare et appartenant à des secteurs d'activité diversifiés pour la période de 2017-2022. Les rapports annuels financiers nous ont permis d'identifier les entreprises utilisatrices ou non utilisatrices d'instruments de couverture. Parmi ces entreprises, 50% d'entre elles sont utilisatrices de produits dérivés pour couvrir au moins un risque financier.

Type de risque	Pourcentage moyen
Risque de change	53%
Risque de taux d'intérêt	30%
Risque liés au prix des matières premières	10%

**Table 3. Type d'instrument de couverture utilisé**

Ce tableau présente l'utilisation en moyenne et en pourcentage des types de produits financiers dérivés, dans une optique de couverture. Notre échantillon est constitué de 50 entreprises cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshare et appartenant à des secteurs d'activité diversifiés pour la période de 2017-2022. Les rapports annuels financiers nous ont fournis des informations quant aux outils utilisés par les entreprises afin de limiter les risques financiers. Parmi ces entreprises, 50% d'entre elles sont utilisatrices de produits dérivés pour couvrir au moins un risque financier.

Type d'instrument de couverture	Pourcentage moyen
Contrats à terme	48%
Swaps	25%
Options	5%

**Table 4. Statistiques descriptives**

	Moyenne	Médiane	Min.	Max.	Ecart-type
MARKET_TO_BOOK	2,75787149	1,74	0,17	45,85	4,40219647
ROA	0,37824	3,695	-84,39	70,2	17,2933128
CG	5,59920635	6	3	9	1,57737974
DEBT	28,01492	25,91	0,1	124,2	19,73859
CASH	1980803,92	152314	7789	30846284	4433529,04
SIZE	6,23466862	6,0119234	3,7483431	8,44574927	1,12700375

En analysant les résultats des statistiques descriptives des variables les plus importantes de notre étude, nous constatons certaines disparités qui peuvent s'expliquer par une divergence quant aux activités, aux stratégies financières et aux stratégies de croissance. Le ratio Market-to-Book varie entre 0,17 et 45,85 et présente donc une disparité assez forte. Sa moyenne s'établit à 2,56. Quant à la rentabilité des actifs (ROA), elle varie entre -84,39 et 70,2. La dispersion est élevée. La performance comptable est donc hétérogène. Par ailleurs, l'indice de gouvernance fluctue entre 3 et 9. Les structures de gouvernance d'entreprises sont disparates. La distribution de cette variable présente une moyenne de 5,6.

La moyenne du ratio d'endettement s'établit à 28% et cette variable indépendante varie entre 10% et 124%. Ces résultats sont similaires avec ceux de Mefteh (2004). Conventionnellement, le niveau d'endettement acceptable est inférieur à 30%. Ainsi, les entreprises de notre échantillon sont en moyenne peu endettées. En revanche, la dispersion est accrue avec une valeur maximale égale à 124%. La variable des liquidités (CASH) présente une forte disparité en matière de sommes des disponibilités et des équivalents de trésorerie. En effet, la variable CASH a une moyenne égale à 1 980 803€, une valeur minimale de 7 789€ et une valeur maximale de 30 846 284€. Enfin, la variable (SIZE) permet de mettre en évidence le fait que notre échantillon est constitué d'entreprises de différentes tailles. La moyenne de la variable SIZE est de 6,23. Elle varie entre 3,75 et 8,45.

### **3.4.2. Les données empiriques sur les déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture**

Afin d'identifier les déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture, nous avons réalisé une régression multiple. Nous souhaitons déterminer la probabilité de réalisation d'un événement. Dans notre cas, il s'agit de l'utilisation d'instruments de couverture.

Pour rappel, la variable dépendante est une variable muette qui est égale à 1 lorsque l'entreprise utilise des produits dérivés afin de se couvrir contre des risques. Dans la situation inverse, cette variable sera égale à 0.

**Table 5. Mesures des variables explicatives**

Label	Déterminants	Variables	Hypothèses
SALESFOR	Exposition étrangère	Total des ventes en devise / Total des ventes	(+)
ASSETFOR	Exposition étrangère	Total des actifs en devise / Total des actifs	(+)
DEBT	Détresse financière	Total des dettes / Total des actifs	(+)
CASH	Liquidité	Montant notionnel de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	(+)
TAX_RATE	Incitation fiscale	(Charge d'impôt courant + Charge d'impôt différée) / Résultat net avant impôt	(+)
BOOK_TO_MARKET	Opportunités de croissance	Valeur comptable de l'action / Valeur de marché de l'action	(-)
SIZE	Taille de l'entreprise	Log(Total des actifs)	(+)
ROA	Rentabilité de l'entreprise	Résultat net / Total des actifs	(+)
CG	Indice de la gouvernance	Degré de solidité de la structure de gouvernance	(+)

Par ailleurs, nous avons créé plusieurs scénarios en sélectionnant et retirant les variables non significatives. La première équation est la suivante :

$$\text{HEDGEUSER} = \beta_0 + \beta_1 * \text{SALESFOR} + \beta_2 * \text{ASSETFOR} + \beta_3 * \text{CASH} + \beta_4 * \text{ROA} + \beta_5 * \text{BOOK\_TO\_MARKET} + \beta_6 * \text{SIZE} + \beta_7 * \text{DEBT} + \beta_8 * \text{TAX\_RATE}$$

Nous observons un coefficient  $R^2$  qui est égal à 0,722. Par conséquent, cette première régression permet d'expliquer pour 72,2% la variable de l'utilisation d'instruments de couverture. Nous estimons que cette régression est suffisamment fiable. Nous définissons l'hypothèse nulle  $H_0$  de la façon suivante pour chaque item : la variable n'a pas d'influence significative sur la variable HEDGEUSER. Suite à l'analyse de la significativité des coefficients, nous constatons que trois variables influencent significativement la variable HEDGEUSER car leur p-value est inférieur au seuil conventionnel de 1%. Il s'agit des variables suivantes : CASH, SIZE et DEBT. De ce fait, nous rejetons l'hypothèse nulle pour ces trois variables.

La variable CASH a un coefficient négatif qui ne coïncide pas avec nos présuppositions. Cependant, ce résultat concorde avec celui obtenu par Lee (2019). Par conséquent, les entreprises utilisant des instruments de couverture détiennent un niveau de trésorerie (CASH) plus faible.

La taille de l'entreprise (SIZE) constitue un déterminant de l'intention de couvrir les risques financiers. Plus l'entreprise sera grande et plus elle aura une propension à utiliser des produits dérivés pour se protéger des risques (Allayannis et Wesron, 2001; Purnanadam, 2008; Lee, 2019).

L'effet du ratio d'endettement (DEBT) est surprenant car le coefficient est certes significatif mais négatif. Or nous supposons une relation positive entre l'effet de levier et l'intention d'utiliser des instruments de couverture (Lee, 2019). Ainsi, dans le cadre de notre étude, les entreprises, ayant une capacité élevée à s'endetter, mettent en place un programme de gestion des risques.

Dans ce modèle, le coefficient ROA est négatif mais statistiquement non significatif car sa p-value est supérieure au seuil de significativité de 10%. Ce résultat n'est pas en accord avec la littérature (Lee, 2019). Dans notre échantillon, les entreprises présentant une rentabilité des actifs élevée, ne sont pas spécialement utilisatrices d'instruments de couverture. Nous retenons l'hypothèse nulle.

Le coefficient TAX\_RATE est positif mais statistiquement non significatif car sa p-value est supérieure au seuil de significativité de 10%. Ce résultat rejoint celui de l'étude de Lee (2019) et d'Essrifi (2010). Par conséquent, les avantages en matière de fiscalité n'incitent pas les entreprises à se couvrir. Nous retenons l'hypothèse nulle.

Le coefficient BOOK\_TO\_MARKET est positif mais statistiquement non significatif car sa p-value est supérieure au seuil de significativité de 10%. L'étude ne nous permet pas d'affirmer que les entreprises ayant des opportunités de croissance sont davantage susceptibles de mettre en place une stratégie de couverture. Nous retenons l'hypothèse nulle.

Les indicateurs de l'exposition étrangère (SALESFOR et ASSETFOR) présentent des coefficients positifs. Cependant, seul le coefficient de la variable ASSETFOR est significatif statistiquement car sa p-value est inférieure à 10%. Nous validons partiellement l'influence de l'exposition étrangère de l'entreprise sur la volonté d'utiliser des instruments de couverture.

Dans un second scénario, nous avons décidé d'ajouter à l'équation précédente, l'indice de gouvernance de l'entreprise afin d'apprécier l'effet de ce dernier sur l'utilisation d'instruments de couverture. Par conséquent, la seconde équation est la suivante :

$$\text{HEDGEUSER} = \beta_0 + \beta_1 * \text{SALESFOR} + \beta_2 * \text{ASSETFOR} + \beta_3 * \text{CASH} + \beta_4 * \text{ROA} + \beta_5 * \text{BOOK\_TO\_MARKET} + \beta_6 * \text{SIZE} + \beta_7 * \text{DEBT} + \beta_8 * \text{TAX\_RATE} + \beta_9 * \text{CG}$$

Nous ne détaillerons pas les effets des variables indépendantes citées précédemment sur la variable dépendante HEDGEUSER, car les coefficients présentent des signes et des niveaux de significativité analogues à part pour la variable ASSETFOR qui n'est désormais plus significative. Nous allons donc nous concentrer uniquement sur l'impact de l'ajout de la variable CG. Nous remarquons que le coefficient R<sup>2</sup> s'établit désormais à 0,7484. Par conséquent, grâce à l'incorporation de cette nouvelle variable, nous avons réussi à augmenter de 2,64 points de pourcentage le R<sup>2</sup> du premier scénario.

De plus, le coefficient de la variable CG est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Ce résultat concorde avec la prédiction théorique.

Par conséquent, nous validons l'hypothèse H1 qui est la suivante : **Les entreprises avec une structure de gouvernance solide sont prédisposées à utiliser les instruments de couverture.**

Le troisième et dernier scénario nous a permis d'isoler les variables significatives statistiquement et celles contribuant positivement au R<sup>2</sup> malgré un coefficient non significatif dans les équations précédentes. Par conséquent, la troisième équation est la suivante :

$$\text{HEDGEUSER} = \beta_0 + \beta_1 * \text{SALESFOR} + \beta_2 * \text{ASSETFOR} + \beta_3 * \text{CASH} + \beta_4 * \text{ROA} + \beta_5 * \text{SIZE} + \beta_6 * \text{DEBT} + \beta_7 * \text{CG}$$

Cette nouvelle configuration nous permet d'obtenir le R<sup>2</sup> le plus élevé des 3 scénarios qui est égal à 0,7789. Nous avons donc augmenté de 5,69 points de pourcentage le R<sup>2</sup> de la première équation.

De manière analogue au scénario 2, nous ne ferons pas état des coefficients présentant un signe et un niveau de significativité similaire aux deux scénarios précédents.

Dans cette régression, le ROA est négatif et significatif au seuil de 5%.

**Table 6. Régression multiple des déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture**

Ce tableau présente les résultats de la régression multiple de l'utilisation d'instruments de couverture par différentes composantes de l'entreprise. La variable dépendante binaire (HEDGEUSER) est égale à un si l'entreprise utilise au moins un instrument de couverture et à zéro dans le cas contraire. SALESFOR représente le pourcentage des ventes réalisées à l'étranger par rapport au total des ventes. ASSETFOR représente le pourcentage des actifs en devise étrangère par rapport au total des actifs. CASH représente la somme des liquidités et des équivalents de trésorerie. ROA est la rentabilité des actifs obtenue en divisant le résultat net par l'actif total. BOOK\_TO\_MARKET représente la valeur du capital d'innovation obtenue en divisant la valeur comptable de l'action par la valeur de marché de l'action. SIZE représente la taille de l'entreprise grâce au proxy du logarithme naturel du total des actifs. DEBT représente le total des dettes divisé par le total de l'actif. TAX\_RATE représente le taux d'imposition effectif. CG représente l'indice de gouvernance de l'entreprise. \*, \*\* et \*\*\* indiquent une signification statistique aux niveaux de 10%, 5% et 1% respectivement. Les p-value sont entre parenthèses.

	Equation 1	Equation 2	Equation 3
Variable dépendante	HEDGEUSER	HEDGEUSER	HEDGEUSER
CONSTANTE	-1.811 (<0.01)***	-1,89 (<0.01)***	-1.845 (<0.01)***
SALESFOR	0.001 (0.14)	6E-04 (0.48)	7.77E-04 (0.30)
ASSETFOR	0.003 (0.07)*	0.001 (0.37)	0.002 (0.07)*
CASH	-1.88E-08 (<0.01)***	-1.74E-08 (<0.01)***	-1.64E-08 (<0.01)***
ROA	-0.002 (0.48)	-0.002 (0.63)	-0.003 (<0.05)**
BOOK_TO_MARKET	0.014 (0.64)	0.013 (0.66)	
SIZE	0.372 (<0.01)***	0.325 (<0.01)***	0.314 (<0.01)***
DEBT	-0.003 (<0.01)***	-0.003 (<0.01)***	-0.002 (<0.01)***
TAX_RATE	6.82E-06 (0.55)	7.57E-06 (0.49)	
CG		0.076 (<0.01)***	0.075 (<0.01)***
R <sup>2</sup>	72.2%	74.84%	77.89%
Périodes	6	6	6

### **3.4.3. Les données empiriques sur l'effet de l'utilisation des instruments de couverture sur la valeur financière de l'entreprise**

De façon analogue à la littérature, nous souhaitons savoir si de façon générale l'utilisation d'instruments de couverture a une influence sur la valeur financière et sous quelle forme cette dernière s'explique. Dans cette optique, nous avons régressé la variable dépendante qui est la valeur financière de l'entreprise (MARKET\_TO\_BOOK) par des variables communément utilisées par des chercheurs ainsi que par la variable étudiée précédemment (HEDGEUSER). Pour rappel, la variable dépendante est le market-to-book. Lorsque cet indice est supérieur à 1, cela signifie que les investisseurs sont optimistes quant à la performance future de la firme. Inversement, un ratio inférieur à 1 met en évidence une défiance quant aux possibilités de croissance de l'entreprise. La sélection des variables explicatives s'inspire des travaux d'Essrifi (2010), Mnasri (2014) et Lee (2019).

**Table 7. Mesures des variables explicatives**

<b>Label</b>	<b>Déterminants</b>	<b>Variables</b>	<b>Hypothèses</b>
HEDGEUSER	Instruments de couverture	Variable binaire : 1 = entreprise utilisatrice d'instruments de couverture et 0 = entreprise non utilisatrice d'instruments de couverture	(+)
SALES	Performance	Log(Ventes annuelles)	(+)
DEBT	Détresse financière	Total des dettes / Total des actifs	(+)
PROPERTY_RATIO	Opportunité de croissance	Log(Immobilisations corporelles / Total des actifs)	(+)
CASH	Liquidité	Montant notionnel de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	(+)
TAX_RATE	Fiscalité	(Charge d'impôt courant + Charge d'impôt différée) / Résultat net avant impôt	(+)
SIZE	Taille de l'entreprise	Log(Total des actifs)	(+)
ROA	Rentabilité de l'entreprise	Résultat net / Total des actifs	(+)
CG	Indice de la gouvernance	Degré de solidité de la structure de gouvernance	(+)

Par ailleurs, nous souhaitons tester notre hypothèse qui est la suivante :

**H2 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la valorisation de l'entreprise.**

Dans un premier temps, nous avons réalisé une analyse univariée afin de chercher à quantifier une relation entre la variable à expliquer (MARKET\_TO\_BOOK) et la variable explicative (HEDGEUSER), sans considérer les autres facteurs. La première équation est la suivante :

$$\text{MARKET\_TO\_BOOK} = \beta_0 + \beta_1 * \text{HEDGEUSER}$$

Dans ce premier scénario, nous constatons un coefficient  $R^2$  qui est égal à 0,0114. Ce niveau d'explication est extrêmement faible car l'analyse ne représente pas volontairement l'environnement complexe de l'entreprise. Cependant, le coefficient de la variable HEDGEUSER est négatif et significatif au seuil conventionnel de 10%. Au sein de notre échantillon, l'utilisation d'instruments de couverture influence négativement dans une moindre mesure la valeur financière de l'entreprise. Ce résultat ne concorde pas avec les prédictions théoriques.

Afin de représenter l'environnement complexe de l'entreprise, nous avons réalisé une analyse multivariée en incorporant des variables admises par la théorie, qui influencent la valeur financière. Par conséquent, nous obtenons une deuxième équation qui est la suivante :

$$\text{MARKET\_TO\_BOOK} = \beta_0 + \beta_1 * \text{HEDGEUSER} + \beta_2 * \text{CASH} + \beta_3 * \text{DEBT} + \beta_4 * \text{SALES} + \beta_5 * \text{TAX\_RATE} + \beta_6 * \text{PROPERTY\_RATIO} + \beta_7 * \text{ROA} + \beta_8 * \text{CG} + \beta_9 * \text{SIZE}$$

Nous remarquons que le coefficient  $R^2$  s'établit désormais à 0,1390. Cette régression multiple permet d'expliquer pour 13,9% la variable de la valeur financière de l'entreprise. Le niveau d'explication de cette estimation est donc relativement faible. Néanmoins, le  $R^2$  de notre étude est supérieur à ceux obtenus par l'auteur Lee (2019). Suite à l'analyse de la significativité des coefficients, nous constatons que trois variables influencent significativement la variable MARKET\_TO\_BOOK car leur p-value est inférieure au seuil conventionnel de 10%. Il s'agit des variables suivantes : PROPERTY\_RATIO, DEBT et CG. De ce fait, nous rejetons l'hypothèse nulle pour ces trois variables.

Cependant, le coefficient de la variable HEDGEUSER est désormais non significatif. Ce modèle ne nous permet pas d'établir une relation positive entre les variables MARKET\_TO\_BOOK et HEDGEUSER. Cette conclusion confirme le théorème de Franco Modigliani et Merton Miller (1958).

Par conséquent, nous rejetons l'hypothèse H2 qui est la suivante :

**H2 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la valorisation de l'entreprise.**

**Table 8. Régression multiple de la valeur financière de l'entreprise**

Ce tableau présente les résultats de la régression multiple de la valeur financière de l'entreprise par différents déterminants. La variable dépendante (MARKET\_TO\_BOOK) représente la valeur financière de l'entreprise. La variable HEDGEUSER est égale à un si l'entreprise utilise au moins un instrument de couverture et à zéro dans le cas contraire. SALES représente le logarithme naturel des ventes annuelles. CASH représente la somme des liquidités et des équivalents de trésorerie. ROA est la rentabilité des actifs obtenue en divisant le résultat net par l'actif total. SIZE représente la taille de l'entreprise grâce au proxy du logarithme naturel du total des actifs. DEBT représente le total des dettes divisé par le total de l'actif. TAX\_RATE représente le taux d'imposition effectif. PROPERTY\_RATIO représente la somme des immobilisations corporelles divisée par le total des actifs. CG représente l'indice de gouvernance de l'entreprise. \*, \*\* et \*\*\* indiquent une signification statistique aux niveaux de

	Equation 1	Equation 2
Variable dépendante	MARKET_TO_BOOK	MARKET_TO_BOOK
CONSTANTE	3.0279 (<0.01)***	0.3745 0.811
HEDGEUSER	-1.1428 (<0.10)*	-0.488 (0.48)
SALES		0.005 (0.98)
CASH		3.40E-08 (0.44)
ROA		-0.001 (0.96)
PROPERTY_RATIO		3.298 (<0.01)***
SIZE		0.599 (<0.10)*
DEBT		-0.026 (<0.05)**
TAX_RATE		-3.72E-05 (0.62)
CG		-0.347 (<0.05)**
R <sup>2</sup>	1.14%	13.90%
Périodes	6	6

### **3.4.4. Les données empiriques sur l'effet de l'utilisation des instruments de couverture sur la performance comptable de l'entreprise**

Après avoir analysé l'effet de la gestion des risques financiers sur la valeur financière d'une entreprise, à présent nous souhaitons savoir si de façon générale l'utilisation d'instruments de couverture a une influence sur la performance comptable et sous quelle forme cette dernière s'explique. Dans cette optique, nous avons régressé la variable dépendante qui est la performance comptable de l'entreprise (ROA) par des variables communément utilisées par des chercheurs ainsi que par la variable étudiée précédemment (HEDGEUSER).

Pour rappel, la performance comptable reflète la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices grâce à une gestion optimisée des actifs et des passifs.

La sélection des variables explicatives s'inspire des travaux d'Essrifi (2010) et Mnasri (2014).

**Table 9. Mesures des variables explicatives**

<b>Label</b>	<b>Déterminants</b>	<b>Variables</b>	<b>Hypothèses</b>
HEDGEUSER	Instruments de couverture	Variable binaire : 1 = entreprise utilisatrice d'instruments de couverture et 0 = entreprise non	(+)
SALES	Performance	Log(Ventes annuelles)	(+)
DEBT	Détresse financière	Total des dettes / Total des actifs	(+)
PROPERTY_RATIO	Opportunité de croissance	Log(Immobilisations corporelles / Total des actifs)	(+)
CASH	Liquidité	Montant notionnel de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	(+)
TAX_RATE	Fiscalité	(Charge d'impôt courant + Charge d'impôt différée) / Résultat net avant impôt	(+)
SIZE	Taille de l'entreprise	Log(Total des actifs)	(+)
CG	Indice de la gouvernance	Degré de solidité de la structure de gouvernance	(+)

Par ailleurs, nous souhaitons tester notre hypothèse qui est la suivante :

**H3 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la performance comptable de l'entreprise.**

Dans un premier temps, nous avons réalisé une analyse univariée afin de chercher à quantifier une relation entre la variable à expliquer (ROA) et la variable explicative (HEDGEUSER), sans considérer les autres facteurs. La première équation est la suivante :

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * HEDGEUSER$$

Dans ce premier scénario, nous constatons un coefficient  $R^2$  qui est égal à 0,0291. Ce niveau d'explication est extrêmement faible car l'analyse ne représente pas volontairement l'environnement complexe de l'entreprise. Le coefficient de la variable HEDGEUSER est positif et significatif au seuil conventionnel de 1%. Dans ce premier scénario, l'utilisation d'instruments de couverture influence positivement la performance comptable de l'entreprise. Ce résultat ne concorde pas avec les prédictions théoriques (Florio et Leoni, 2017).

Afin de représenter l'environnement complexe de l'entreprise, nous avons réalisé une analyse multivariée en incorporant des variables admises par la théorie, qui influencent la performance comptable. Par conséquent, nous obtenons une deuxième équation qui est la suivante :

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * HEDGEUSER + \beta_2 * CASH + \beta_3 * DEBT + \beta_4 * SALES + \beta_5 * TAX\_RATE + \beta_6 * PROPERTY\_RATIO + \beta_7 * CG + \beta_8 * SIZE$$

Nous remarquons que le coefficient  $R^2$  s'établit désormais à 0,2876. Par conséquent, cette régression multiple permet d'expliquer pour 28,76% la variable de la performance comptable de l'entreprise. Le niveau d'explication de cette estimation est donc relativement faible. Néanmoins, le  $R^2$  de notre étude est supérieur à ceux obtenus par les auteurs Florio et Leoni (2017). Suite à l'analyse de la significativité des coefficients, nous constatons que trois variables influencent significativement la variable ROA car leur p-value est inférieure au seuil conventionnel de 10%. Il s'agit des variables suivantes : TAILLE, DEBT et TAXE\_RATE. Cela signifie que les entreprises de notre échantillon ayant une taille plus petite, un ratio

d'endettement et un taux d'imposition effectif plus faibles ont une meilleure performance quant au rendement de leurs actifs.

Cependant, le coefficient de la variable HEDGEUSER est désormais négatif et non significatif. Notre modèle ne nous permet pas d'établir une relation positive entre les variables ROA et HEDGEUSER.

Par conséquent, nous rejetons l'hypothèse H3 qui est la suivante :

**H3 : L'utilisation de produits dérivés influence positivement la valorisation de l'entreprise.**

**Table 10. Régression multiple de la performance comptable de l'entreprise**

Ce tableau présente les résultats de la régression multiple de la performance comptable de l'entreprise par différents déterminants. La variable dépendante (ROA) représente la valeur comptable de l'entreprise. La variable HEDGEUSER est égale à un si l'entreprise utilise au moins un instrument de couverture et à zéro dans le cas contraire. SALES représente le logarithme naturel des ventes annuelles. CASH représente la somme des liquidités et des équivalents de trésorerie. SIZE représente la taille de l'entreprise grâce au proxy du logarithme naturel du total des actifs. DEBT représente le total des dettes divisé par le total de l'actif. TAX\_RATE représente le taux d'imposition effectif. PROPERTY\_RATIO représente la somme des immobilisations corporelles divisée par le total des actifs. CG représente l'indice de gouvernance de l'entreprise. \*, \*\* et \*\*\* indiquent une signification statistique aux niveaux de 10%, 5% et 1% respectivement. Les p-value sont entre parenthèses.

	Equation 1	Equation 2
Variable dépendante	ROA	ROA
CONSTANTE	-2.616 (<0.10)*	10.211 (0.11)
HEDGEUSER	5.894 (<0.01)***	-1.716 (0.46)
SALES		1.311 (0.20)
CASH		-1.98E-07 (0.26)
PROPERTY_RATIO		-5.005 (0.16)
SIZE		-1.022 (0.48)*
DEBT		-0.014 (0.67)**
TAX_RATE		-0.002 (<0.01)***
CG		-0.447 (0.42)
R <sup>2</sup>	2.91%	28.76%
Périodes	6	6

### **3.5. Les limites**

La partie empirique de ce mémoire présente des limites non négligeables. Premièrement, la littérature est composée d'études qui ont appréhendé le sujet sous différents angles. La sélection des variables dépendantes et indépendantes est très divergente selon les articles scientifiques. Par conséquent, nous avons dû nous adapter à cette complexité et à la disponibilité des informations. Comme nous l'avons mentionné, nous avons dû sélectionner le ratio market-to-book afin d'apprécier la valeur financière de l'entreprise. Or, la majeure partie de la littérature a sélectionné le Tobin Q comme valeur financière de l'entreprise. Cependant, il nous était difficile de déterminer la valeur de remplacement des actifs de l'entreprise. Par ailleurs, nous avons sélectionné le ratio d'endettement afin de mettre en évidence la détresse financière d'une entreprise. Cependant, Essrifi (2010) identifie le ratio d'endettement comme étant une mesure controversée selon la Théorie du signal.

L'échantillon de notre analyse empirique est relativement faible (50 entreprises). Cependant, la collecte des informations nous a demandé du temps car notre étude englobe 5 années d'activité (2017-2022).

Enfin, nous avons construit une variable qui était l'indice de gouvernance de l'entreprise. Nous avons attribué à chaque entreprise une note allant de 1 à 10 quant à la solidité de la structure de gouvernance. Il peut donc exister des biais liés à cette évaluation. Par conséquent, cela peut être source d'erreur dans le résultat.

### **3.6. Les pistes de recherche**

Afin d'enrichir davantage la littérature existante sur les déterminants de la gestion des risques de marché ainsi que les effets de cette dernière sur la valeur financière et la performance comptable, il existe actuellement plusieurs pistes de recherche. En effet, des recherches plus approfondies peuvent être menées sur l'impact de l'intensité d'utilisation des produits dérivés sur la valeur financière et la performance comptable. Tout en conservant un échantillon composé d'entreprises françaises et/ou européennes, cette piste permettrait d'identifier les déterminants et les effets d'une politique de couverture intense (Lee, 2019). De surcroît, diverses revues académiques mettent en avant que le choix de se couvrir ou non et celui de l'intensité du taux de couverture présentent des déterminants divergents.

Par ailleurs, quid l'impact de la gouvernance sur l'intensité d'utilisation des instruments de couverture ? (Lel, 2006). Nous pouvons nous demander dans quelle mesure la solidité de la

structure de gouvernance a une influence significative sur l'intensité de la stratégie de couverture des risques de marché en France.

Enfin, nous ne pouvons pas passer sous silence le contexte inflationniste et incertain auquel les entreprises sont contraintes de s'adapter. Dans l'étude de Lee (2019), cet aspect a été matérialisé par une variable de contrôle. Il serait donc intéressant d'incorporer l'impact de la hausse des taux directeurs, interbancaires grâce à une étude qualitative et/ou quantitative.

## **4. Conclusion**

Ce mémoire vise à examiner la pertinence des déterminants conventionnels de la mise en place d'une gestion des risques de marché au sein des entreprises cotées à l'Euronext Paris. Par ailleurs nous avons vérifié l'interrelation entre l'utilisation d'instruments de couverture et la valeur financière de l'entreprise ainsi que sa performance comptable.

L'étude des déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture a révélé des éléments essentiels quant aux raisons pour lesquelles les entreprises cherchent à limiter les risques de marché et à optimiser leurs performances financières. Selon Myers et Majluf (1984), lorsqu'il est coûteux d'obtenir des financements externes, les entreprises ont une préférence pour les fonds internes, ce qui justifie l'utilisation de stratégies de couverture pour stabiliser les flux monétaires et réduire leur besoin de capital externe. Cette perspective remet en question le célèbre théorème de Modigliani et Miller, qui affirmait que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'impact sur sa valeur.

Une autre argumentation, développée par Froot, Sharfestein et Stein (1993), souligne que la couverture permet de réduire les coûts de détresse financière, ce qui entraîne une baisse du coût du capital et évite le sous-investissement. Ces mécanismes théoriques de création de valeur sont largement cités dans la littérature et fournissent une base solide pour justifier la mise en place de stratégies de couverture dans les entreprises. La gestion des risques demeure un enjeu incontournable pour les entreprises dans le contexte actuel. L'augmentation des taux interbancaires, la volatilité des matières premières et des devises suscitent un intérêt croissant parmi les professionnels en ce qui concerne l'utilisation d'instruments de couverture. Par conséquent, ce sujet a toujours suscité l'attention des revues scientifiques.

Néanmoins, nous avons constaté une prédominance d'articles anglo-saxons. En effet, à notre connaissance, il existe très peu d'études collectant des données d'entreprises françaises ou étrangères cotées à la Bourse de Paris. De ce fait, ce mémoire contribue à enrichir les débats académiques sur la relation entre la gestion des risques et la création de valeur de l'entreprise. Nous avons pu vérifier l'existence de similitudes entre des entreprises internationales et des entreprises françaises quant aux caractéristiques favorisant l'utilisation d'instruments de couverture. Cette étude offre également des perspectives pratiques aux dirigeants d'entreprise, aux investisseurs et aux régulateurs pour améliorer les pratiques de gestion des risques et optimiser les performances financières des entreprises dans un environnement économique complexe et incertain.

Pour rappel, la finalité de ce mémoire est de répondre à la problématique suivante :

**Quels sont les déterminants et les effets de la gestion des risques de marché ?**

Les éléments de réponse ont été obtenus grâce à des analyses de régression. L'échantillon est composé de 50 entreprises non financières cotées au CAC Small, FSB 120 et CAC Allshare, appartenant à des secteurs d'activité diversifiés sur la période de 2017 à 2022.

Nous avons émis des hypothèses en rapport avec les résultats d'études antérieures que nous avons testé dans le cadre de cette étude empirique. Afin d'améliorer la lisibilité, nous avons organisé l'interprétation des résultats statistiques en fonction des deux questions de recherche qui sont les suivantes :

La première question de recherche est : **Quels sont les déterminants de la mise en place d'une stratégie de couverture ?**

La revue de littérature nous a permis de sélectionner les variables indépendantes les plus pertinentes. Par ailleurs, nous avons réalisé trois scénarios afin de préciser l'influence des variables.

Dans le premier scénario, nous avons retenu l'ensemble des variables sélectionnées à partir des recherches antérieures. Les résultats de la régression multiples nous indiquent quatre variables ayant une influence significative sur l'utilisation d'instruments de couverture. Ces variables sont les liquidités, le ratio d'endettement, la taille de l'entreprise et l'exposition étrangère.

La variable liquidité (CASH) a un coefficient négatif qui ne coïncide pas avec nos présuppositions. Cependant, ce résultat concorde avec celui obtenu par Lee (2019). Par conséquent, les entreprises utilisant des instruments de couverture détiennent un niveau de trésorerie (CASH) plus faible.

La taille de l'entreprise (SIZE) constitue un déterminant de l'intention de couvrir les risques de marché. Plus l'entreprise sera grande et plus elle aura une propension à utiliser des produits dérivés pour se protéger des risques. Ce résultat concorde avec ceux obtenus dans les études de Allayannis et Wesron (2001), Purnanadam (2008) et Lee (2019).

L'effet du ratio d'endettement (DEBT) est surprenant car le coefficient est certes significatif mais négatif. Or nous supposons une relation positive entre l'effet de levier et l'intention d'utiliser des instruments de couverture (Lee, 2019). Ainsi, dans le cadre de notre étude, les

entreprises, ayant une capacité à s'endetter élevée, mettent davantage en place un programme de gestion des risques.

Les indicateurs de l'exposition étrangère (SALESFOR et ASSETFOR) présentent des coefficients positifs. Cependant, seul le coefficient de la variable ASSETFOR est significatif statistiquement car sa p-value est inférieure à 10%. Nous validons partiellement l'influence de l'exposition étrangère de l'entreprise sur la volonté d'utiliser des instruments de couverture.

Dans le second scénario, nous avons décidé d'ajouter à l'équation précédente, l'indice de gouvernance de l'entreprise afin d'apprécier l'effet de ce dernier sur l'utilisation d'instruments de couverture. Nous avons obtenu un coefficient pour l'indice de gouvernance (CG) positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Les résultats de ce corroborent les prédictions théoriques. Par conséquent, plus l'entreprise sera dotée d'une structure de gouvernance solide et plus elle sera disposée à utiliser des instruments de couverture.

Dans le troisième scénario, nous avons isolé les variables significatives statistiquement et celle contribuant positivement au  $R^2$  malgré un coefficient non significatif dans les équations précédentes. Le coefficient de la variable (ROA) est négatif et il s'agit de l'unique déterminant dont la significativité du coefficient a changé.

Les variables indépendantes incluses dans notre modèle statistique, mais qui n'ont aucun impact sur la variable dépendante dans les trois scénarios, sont les suivantes : l'exposition étrangère (SALESFOR), l'incitation fiscale (TAX\_RATE), les opportunités de croissance (BOOK\_TO\_MARKET).

La deuxième et troisième question de recherche est : **L'utilisation de couverture impacte-t-elle positivement la valeur d'une entreprise ?**

La troisième question de recherche est : **L'utilisation de couverture impacte-t-elle positivement la performance comptable d'une entreprise ?**

Dans notre étude empirique, nous n'avons pas pu observer d'amélioration de la valeur de l'entreprise ni de la performance comptable résultant de l'utilisation de couverture. La maximisation de la valeur suscite de vifs débats au sein de la communauté des chercheurs, avec des opinions divergentes. Ainsi, les conclusions de cette étude sont en accord avec ces divergences.

Au cours de l'élaboration de la partie empirique, plusieurs limites ont été identifiées. Nous avons dû nous adapter à la disponibilité des données de notre échantillon lors de la sélection des variables. De ce fait, nous étions dans l'incapacité de retenir certaines variables mentionnées dans la revue de littérature. De plus, il est possible que l'indice de gouvernance présente des biais étant donné que nous avons évalué de manière autonome la structure de gouvernance de chaque entreprise. De surcroît, la taille de notre échantillon est relativement restreinte, ce qui peut compromettre la robustesse de nos analyses.

## **5. Bibliographie**

Allayannis, G., & Weston, J. P. 2001. The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The review of financial studies*, 14(1), 243-276.

Batsch, L. 2006. La théorie de la valeur de l'entreprise. In *Actes du 10ème Colloque de Comptabilité Nationale*, pp.9-25.

Cholat, E. 2019. Quels sont les réels impacts du niveau de couverture sur la valeur financière et la performance comptable des entreprises dans les industries de pétrole et gaz?.

Cliche, J. A. 2000. Les déterminants de la gestion des risques par les entreprises non financières: une revue de la littérature.

D'arcy, S. P., & Brogan, J. C. 2001. Enterprise risk management. *Journal of Risk Management of Korea*, 12(1), 207-228.

Dionne, G., et M. Garand. 2003. «Risk management determinants affecting firms' values in the gold mining industry: New empirical results». *Economies Letters*. vol. 79, no 1, p. 43-52.

Dionne, G., Triki, T., and Maalaoui Chun, O., 2019. The governance of risk management: The importance of directors' independence and financial knowledge. *Risk Management and Insurance Review*, 22:3, 247-277.

Essrifi, I. 2010. Les déterminants de la couverture du risque par les produits dérivés: compagnies non financières du S & P/TSX 60/mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires par Imane Essrifi;[directeur de recherche, Marko Savor].

Florio, C. and G. Leoni. 2016. Enterprise Risk Management and Firm Performance: The Italian Case. *The British Accounting Review* 49: 56-74.

Graham, J. R., & Rogers, D. A. 2002. Do firms hedge in response to tax incentives?. *The Journal of finance*, 57(2), 815-839.

Jensen, M., and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

KHEDIRI, K. B. Gouvernance d'entreprise et couverture des risques financiers: Étude empirique sur les entreprises françaises.

- Lee, K. W. 2019. The usage of derivatives in corporate financial risk management and firm performance. *International Journal of Business*, 24(2), 113-131.
- Lel, U. 2012. Currency hedging and corporate governance: A cross-country analysis. *Journal of corporate finance*, 18(2), 221-237.
- Marouk, N. 2007. Les stratégies de gestion des risques des sociétés d'assurance avec des produits dérivés.
- Mefteh, S. 2005. Les déterminants de la gestion des risques financiers des entreprises non financières: une synthèse de la littérature. *Cahier de recherche n*, 03.
- Mefteh, S. 2005. L'utilisation des produits dérivés et les caractéristiques financières des entreprises: le cas français. *Banque et Marchés*, 76, 30-38.
- Mellios, C. 2003. La gestion des risques financiers par les entreprises: explications théoriques versus études empiriques. *Revue d'économie financière*, 243-264.
- Mnasri, M. 2014. Trois essais sur la gestion des risques financiers : cas de l'industrie pétrolière américaine.
- Mnasri, M., Dionne, G., and Gueyie, J.P., 2017. The use of nonlinear hedging strategies by US oil producers: Motivations and implications. *Energy Economics* 63, 348-364.
- Myers, S. c., et N. S. Majluf. 1984. «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics*. vol. 13, no 2, p. 187-221.
- Nouajaa, G. 2014. Exposition au risque de change, politique de couverture et conflits d'agence.
- Purnanandam, A 2008. «Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence». *Journal of Financial Economics*. vol. 87, no 3, p. 706-739.
- Rogers, D. A. 2002. «Does executive portfolio structure affect risk management? CEO risktaking incentives and corporate derivatives usage». *Journal of Banking and Finance*. vol. 26, no 2-3, p. 271-295.

Stulz, R. M. 2004. «Should we fear derivatives?». *Journal of Economic Perspectives*. vol. 18, no 3, p. 173-192.

Tufano, P. 1998. «Agency costs of corporate risk management». *Financial Management*. vol. 27, no 1, p. 67-77.

## **6. Annexes**

Dependent Variable: HEDGEUSER  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/18/23 Time: 19:36  
 Sample: 2017 2022  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 34  
 Total panel (unbalanced) observations: 134

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.890304	0.195152	-9.686339	0.0000
SALESFOR	0.000665	0.000945	0.704143	0.4827
ASSETFOR	0.001190	0.001346	0.883447	0.3787
CASH	-1.74E-08	6.71E-09	-2.586847	0.0108
ROA	-0.001627	0.003339	-0.487429	0.6268
BOOK_TO_MARKET	0.012733	0.029427	0.432704	0.6660
SIZE	0.325029	0.035718	9.099917	0.0000
DEBT	-0.003220	0.001223	-2.633769	0.0095
TAX_RATE	7.57E-06	1.09E-05	0.691221	0.4907
CG	0.075999	0.021057	3.609257	0.0004
R-squared	0.748417	Mean dependent var		0.485075
Adjusted R-squared	0.730157	S.D. dependent var		0.501653
S.E. of regression	0.260591	Akaike info criterion		0.219963
Sum squared resid	8.420524	Schwarz criterion		0.436220
Log likelihood	-4.737522	Hannan-Quinn criter.		0.307843
F-statistic	40.98655	Durbin-Watson stat		0.163688
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: HEDGEUSER  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/18/23 Time: 19:38  
Sample: 2017 2022  
Periods included: 6  
Cross-sections included: 40  
Total panel (unbalanced) observations: 182

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.845143	0.141409	-13.04823	0.0000
SALESFOR	0.000777	0.000761	1.020276	0.3090
ASSETFOR	0.001963	0.001079	1.820189	0.0704
CASH	-1.64E-08	5.10E-09	-3.207006	0.0016
ROA	-0.002563	0.001300	-1.972289	0.0502
SIZE	0.313753	0.028773	10.90455	0.0000
DEBT	-0.002377	0.000906	-2.623814	0.0095
CG	0.075094	0.017704	4.241571	0.0000
R-squared	0.778860	Mean dependent var		0.450549
Adjusted R-squared	0.769963	S.D. dependent var		0.498921
S.E. of regression	0.239293	Akaike info criterion		0.020708
Sum squared resid	9.963471	Schwarz criterion		0.161543
Log likelihood	6.115577	Hannan-Quinn criter.		0.077801
F-statistic	87.54718	Durbin-Watson stat		0.166858
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: MARKET\_TO\_BOOK  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/19/23 Time: 10:47  
Sample: 2017 2022  
Periods included: 6  
Cross-sections included: 44  
Total panel (unbalanced) observations: 189

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.374542	1.563637	0.239532	0.8110
SALES	0.004644	0.253324	0.018331	0.9854
CASH	3.40E-08	4.35E-08	0.781203	0.4357
PROPERTY_RATIO	3.298112	0.876546	3.762624	0.0002
TAX_RATE	-3.72E-05	7.42E-05	-0.500531	0.6173
SIZE	0.599047	0.352024	1.701724	0.0905
DEBT	-0.025726	0.007961	-3.231618	0.0015
HEDGEUSER	-0.487782	0.572521	-0.851990	0.3954
CG	-0.346904	0.135868	-2.553248	0.0115
ROA	-0.000960	0.018306	-0.052440	0.9582
R-squared	0.139019	Mean dependent var		2.080899
Adjusted R-squared	0.095729	S.D. dependent var		1.948057
S.E. of regression	1.852469	Akaike info criterion		4.122375
Sum squared resid	614.2637	Schwarz criterion		4.293896
Log likelihood	-379.5644	Hannan-Quinn criter.		4.191862
F-statistic	3.211369	Durbin-Watson stat		0.698057
Prob(F-statistic)	0.001244			

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/19/23 Time: 12:52  
 Sample: 2017 2022  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 44  
 Total panel (unbalanced) observations: 189

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.21062	6.321028	1.615342	0.1080
HEDGEUSER	-1.715909	2.327629	-0.737192	0.4620
CASH	-1.98E-07	1.77E-07	-1.119722	0.2643
DEBT	-0.013756	0.032398	-0.424590	0.6716
SALES	1.310798	1.026824	1.276555	0.2034
TAX_RATE	-0.001967	0.000264	-7.440546	0.0000
PROPERTY_RATIO	-5.005235	3.549489	-1.410129	0.1602
CG	-0.447213	0.552209	-0.809861	0.4191
SIZE	-1.022431	1.431312	-0.714331	0.4759
R-squared	0.287598	Mean dependent var		4.857989
Adjusted R-squared	0.255936	S.D. dependent var		8.744252
S.E. of regression	7.542718	Akaike info criterion		6.925490
Sum squared resid	10240.67	Schwarz criterion		7.079859
Log likelihood	-645.4588	Hannan-Quinn criter.		6.988029
F-statistic	9.083297	Durbin-Watson stat		1.737960
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/19/23 Time: 12:55  
 Sample: 2017 2022  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 50  
 Total panel (unbalanced) observations: 250

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.615854	1.539486	-1.699173	0.0905
HEDGEUSER	5.893885	2.159952	2.728712	0.0068
R-squared	0.029149	Mean dependent var		0.378240
Adjusted R-squared	0.025234	S.D. dependent var		17.29331
S.E. of regression	17.07373	Akaike info criterion		8.520927
Sum squared resid	72295.05	Schwarz criterion		8.549099
Log likelihood	-1063.116	Hannan-Quinn criter.		8.532265
F-statistic	7.445867	Durbin-Watson stat		0.631466
Prob(F-statistic)	0.006813			

## **7. Glossaire**

ERM : Enterprise Risk Management

ICB : Industry Classification Benchmark

VAN : Valeur actuelle nette

## **8. Table des illustrations**

Figure 1. Représentation graphique du théorème de Modigliani-Miller (source : Creative Commons).....	12
Figure 2. Représentation simplifiée d'un bilan selon la logique des options (Source : Vernimmen.net).....	21
Figure 3. Représentation du profil de gain d'une option d'achat détenue par un actionnaire..	22
Table 1. Répartition des entreprises par secteurs ICB.....	41
Table 2. Types de risque financier couvert .....	42
Table 3. Type d'instrument de couverture utilisé.....	43
Table 4. Statistiques descriptives .....	43
Table 5. Mesures des variables explicatives .....	45
Table 6. Régression multiple des déterminants de l'utilisation d'instruments de couverture..	48
Table 7. Mesures des variables explicatives .....	49
Table 8. Régression multiple de la valeur financière de l'entreprise .....	52
Table 9. Mesures des variables explicatives .....	53
Table 10. Régression multiple de la performance comptable de l'entreprise .....	56