

2ème partie : La Structure de Financement des Entreprises

Master 1 – Finance

Plan

- Chapitre 1 – Le processus de financement
- Chapitre 2 – Rappels: arbitrage et théories
- Chapitre 3 – La structure optimale de financement par la méthode du coût du capital

Chapitre 1 – Le processus de financement

1- Choix de Financement et cycle de vie de la firme

- Financement interne *versus* financement externe

Choix de Financement et cycle de vie de la firme

- **Croissance, risque et financement**
 - Le démarrage
 - La phase d'expansion ou de développement
 - La phase de forte croissance
 - La phase de croissance à maturité

Analyse du financement fondé sur l'étude du cycle de vie de la firme

Bes.fina ext
Autofinan.
Financ. Ext
Etape croiss.

Elevés, mais contraints par l'infrastructure de la firme	Elevés par rapport à la valeur de la firme	Modérés en pourcentage de la valeur de la firme	Déclinants en pourcentage de la valeur de la firme	Faibles dès lors que les projets se raréfient
Négatif ou faible	Négatif ou faible	Faible par rapport au besoin de financement	Élevé par rapport au besoin de financement	Supérieur aux besoins de financement
Fonds du propri. Dettes bancaires	Capital risque – Actions ordinaires	Actions ordinaires, titres convertibles	Endettement	Remboursement de la dette Rachats d'actions
Etape 1: démarrage	Etape 2: Expansion	Etape 3: Croissance	Etape 4: Croissance à maturité	Etape 5: Phase de déclin

Financement Intro en bourse Aug.capital Emiss.Oblig
privé +hybrides

Florence André-Le Pogamp

2- La levée du capital: l'étude du processus

- L'expansion des firmes non cotées: l'obtention de fonds auprès d'investisseurs privés
- Le passage d'une entreprise non cotée à une entreprise cotée: l'introduction en bourse

L'obtention de fonds auprès d'investisseurs privés

- Provoquer l'intérêt des investisseurs en capital
- Estimation de la valeur de l'entreprise
- Structurer la transaction
- La sortie

L'introduction en bourse

● Avantages:

- ✓ Un accès plus important aux marchés financiers pour financer des projets
- ✓ Valorisation de marché des titres

● Inconvénients:

- ✓ Perte de contrôle
- ✓ Obligations légales de divulgation de l'information
- ✓ Relations investisseurs

Chapitre 2 - Rappels: Arbitrage et théories

1- Le théorème de Modigliani et Miller

A- La structure financière en l'absence de fiscalité

B- La structure financière en présence de fiscalité

2- Principaux courants théoriques mettant en cause le théorème de M&M

A- Les coûts de faillite

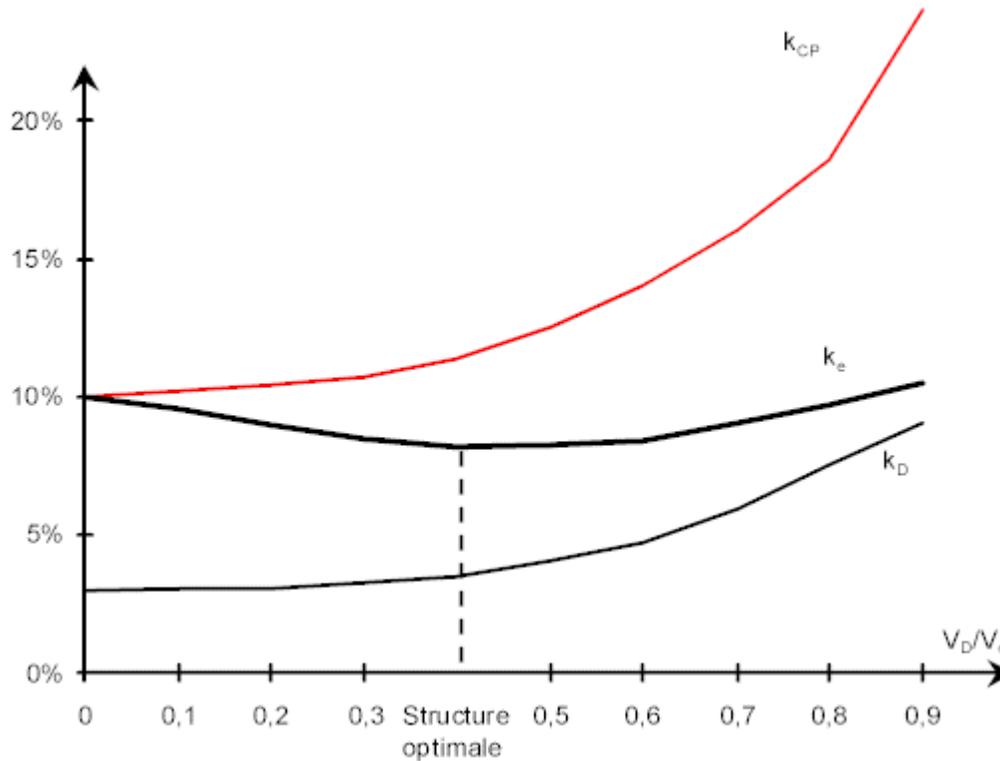
B- La théorie de l'agence

C- La théorie du signal

L'approche traditionnelle

- Selon l'approche traditionnelle, grâce à l'utilisation de l'endettement et de son *effet de levier*, il existe une **structure financière optimale** qui permet de maximiser la valeur de l'actif économique et donc de **minimiser le coût moyen pondéré du capital** d'une entreprise

Approche Traditionnelle de l'endettement



1 – Le théorème de Modigliani et Miller

- **Modigliani et Miller (1958)** : Neutralité du financement sur la valeur de l'entreprise
- **Modigliani et Miller (1961)** : Non neutralité due à la fiscalité
 - ⇒ l'endettement permet d'accroître la valeur de l'entreprise

Remarque:

La **théorie financière néo-classique** suppose que la maximisation de **la valeur des capitaux propres** ne saurait être réalisée autrement qu'en maximisant la valeur de l'entreprise.

⇒ Séparation entre l'analyse de la décision d'investissement et de financement

A- La Structure Financière en l'absence de fiscalité

La structure Financière sur des marchés en équilibre

⇒ Apport de Modigliani et Miller (1958)
Raisonnement basé sur l'arbitrage

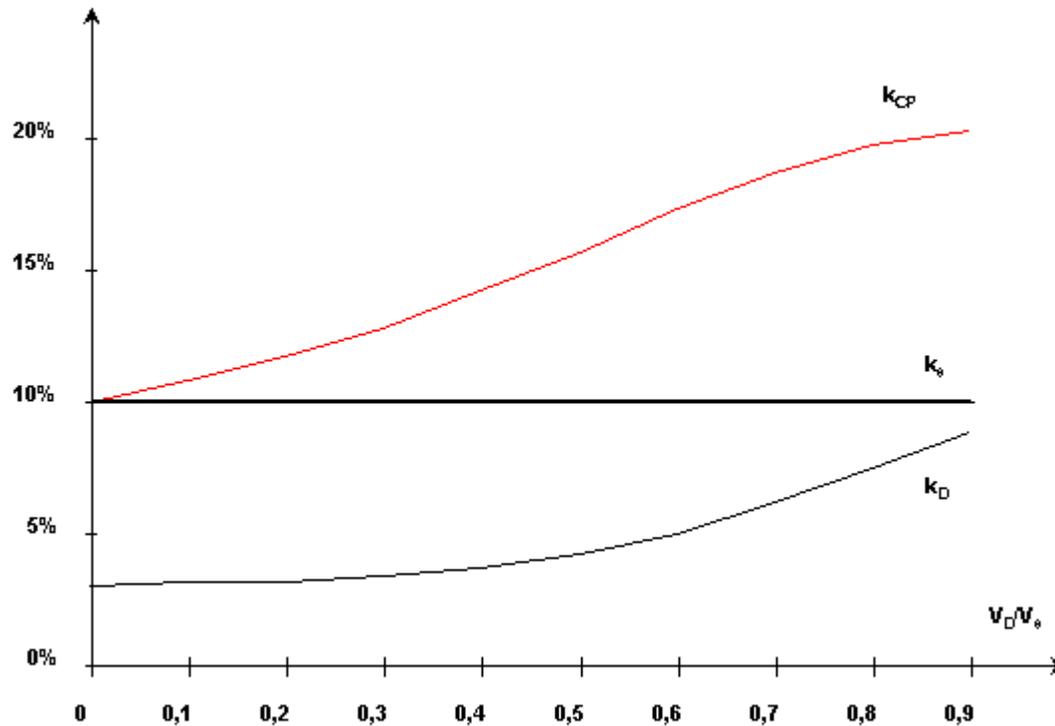
La valeur en situation de déséquilibre

	Entreprise N	Entreprise E
Résultat d'exploitation	6 000	6 000
- intérêt		2 000
Résultat après intérêt	6 000	4 000
Valeur des capitaux propres	40 000	25 000
+valeur de la dette		20 000
= valeur de l'entreprise	40 000	45 000
Ratio d'endettement		0.80
Taux des capitaux propres	15%	16% (4000/25000)
Taux de la dette		10%
Coût du capital	15%	13.33%

La valeur en situation d'Equilibre

	Entreprise N	Entreprise E
Résultat d'exploitation	6 000	6 000
- intérêt		2 000
Résultat après intérêt	6 000	4 000
Valeur des capitaux propres	40 000	20 000
+valeur de la dette		20 000
= valeur de l'entreprise	40 000	40 000
Ratio d'endettement		1
Taux des capitaux propres	15%	20%
Taux de la dette		10%
Coût du capital	15%	15%

Théorie Moderne



B- La Structure Financière et la prise en compte de la variable fiscale

Flux de Revenus	Entreprise <i>i</i>	Entreprise <i>j</i>
Bénéfice avant Int et Impôt	Z	Z
FF	0	$r_f D$
Bénéfice après impôt	$Z(1 - \tau)$	$(Z - r_f D)(1 - \tau)$

Le coût du capital d'une entreprise endettée

- Le coût des capitaux propres d'une entreprise endettée

$$R_C^E = R_a + (R_a - r_f)\lambda(1 - \tau)$$

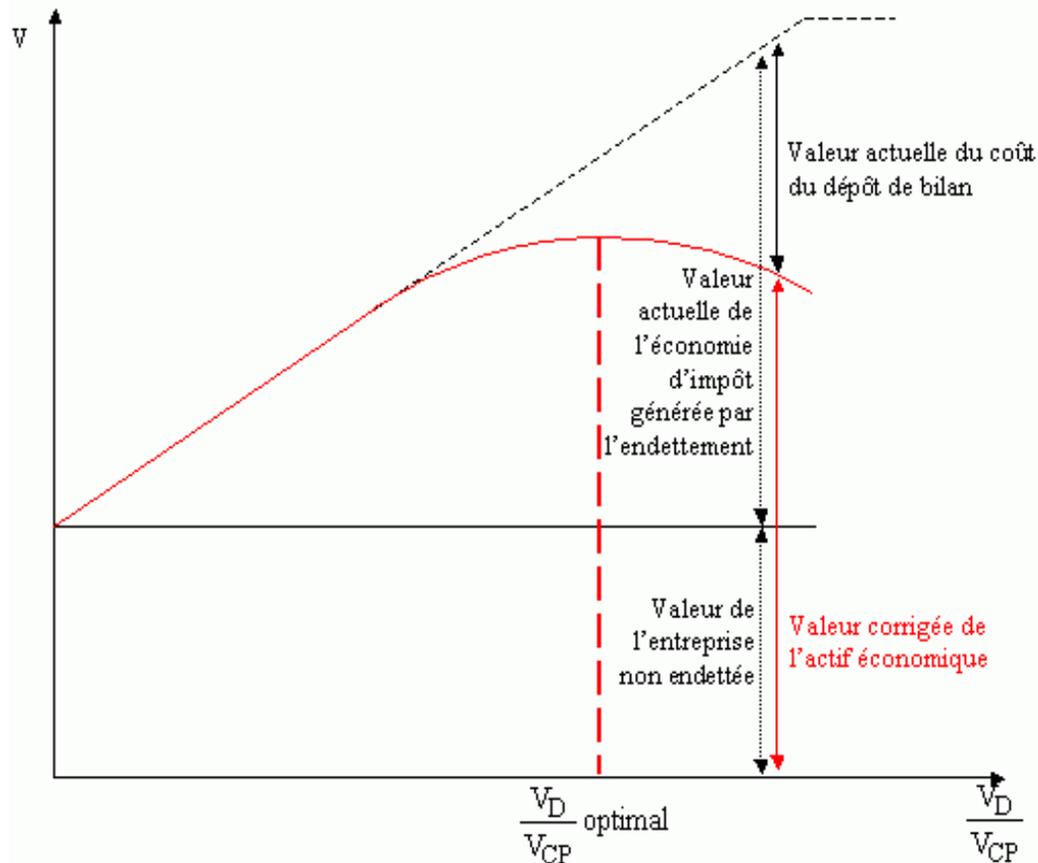
- Et le coût du capital

$$CMP_E = R_C^E \frac{S_E}{S_E + D} + r_f(1 - \tau) \frac{D}{S_E + D}$$

2- Principaux courants théoriques mettant en cause la non-neutralité

- Coûts de faillite
- **Théorie du signal** : Imperfection et asymétrie de l'information
- **Théorie de l'agence** : Conflits d'intérêts dans les relations contractuelles d'agence (*Jensen et Meckling (1976)*)

A - Compromis entre gains fiscaux et coûts de faillite



Structure de financement optimale

Valeur de la firme endettée = Valeur de la firme non endettée

- + Valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à l'endettement
- Valeur actuelle des coûts de faillite et de dysfonctionnement

B - La théorie de l'agence

Coûts d'agence : coûts de surveillance, de justification, coûts d'opportunité.....

⇒ Relation actionnaire/dirigeant

⇒ Relation créanciers/actionnaires

- Risque de substitution d'actifs (Jensen et Meckling (1976))
- Risque de sous-investissement (Myers (1977))

Exemple: Risque de substitution d'actifs

Prévisions relatives aux projets A, B et C

Probabilités	A	B	C
(H1) : 0.5	940	600	600
(H2) : 0.5	1460	1800	1600
E(F)	1200	1200	1100
E(VAN)	171.4	171.4	82.1
E(R)	33.3%	33.3	22.2
Sigma r	29%	66.5	55.5

Exemple: Risque de substitution d'actifs

Matrice des résultats selon les projets A et B

	A		B	
	H1	H2	H1	H2
D	940	940	600	940
C	0	520	0	860
V	940	1460	600	1800

Exemple: Risque de substitution d'actifs

Matrice des résultats selon les projets A et C

	A		C	
	H1	H2	H1	H2
D	940	940	600	940
C	0	520	0	660
V	940	1460	600	1600

Risque de sous-investissement (Myers (1977))

- Les actionnaires-dirigeants peuvent ne pas souhaiter entreprendre des projets d'investissement dont la réalisation conforterait pourtant l'intérêt des créanciers.
- **Sous - Investissement**

Risque de sur-investissement

- Divergence d'objectifs entre actionnaire et dirigeant
 - Risque de **sur-investissement** (investissement non rentable)
 - Théorie des *free-cash-flows*

C- La théorie du signal

- Quels sont les **mécanismes de financement** pour les entreprises en présence **d'asymétrie d'information**?

⇒ Double orientation

- Utilisation de la **structure financière** comme **instrument de signalisation**

Construction d'un équilibre de signalisation avec crédibilité du signal

Par exemple, les dirigeants peuvent utiliser le niveau d'endettement pour signaler les perspectives de développement de l'entreprise:

- Choix d'une structure financière : une solution aux inefficiences caractérisant la **décision d'investissement (Myers et Majluf [1984])**

Chapitre 3 – La structure de financement optimale

L'endettement

- **Les avantages**

- ✓ Avantages fiscaux liés à l'endettement
- ✓ Pouvoir disciplinaire de l'endettement

- **Les coûts liés à l'endettement**

- ✓ Les coûts de faillite
- ✓ Les coûts d'agence liés à l'endettement
- ✓ La perte de flexibilité

=> Résumer l'arbitrage

Arbitrage entre dette et fonds propres et cycle de vie de la firme

Structure optimale par l'approche du coût du capital

- Cas pratique: Boeing