

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Nabeul

EPREUVE	Théorie Financière	RESPONSABLE	Meryem BELLOUMA
DUREE	2H	NIVEAU	1ère année master de recherche FEM

Page 1

Questions

1- Présenter brièvement la théorie du financement hiérarchique (1pt)

L'asymétrie d'information modifie le choix entre le financement interne et externe. Elle conduit à une hiérarchie de financement présentée par la théorie du financement hiérarchique.

- 1) financement par les fonds internes: réinvestir les investissements.
- 2) financement par émission d'obligations, puis l'utilisation des titres hybrides
- 3) Emission d'actions.

Code réservé à l'administration

Surveillants

Note

Code réservé à l'administration

NOM		PRENOM					
CIN		SERIE		SALLE		N°	
EPREUVE	Théorie financière						
NIVEAU	1ère année Master FEM						

2- Montrer comment la théorie du compromis s'inscrit dans la prolongation des travaux de Modigliani et Miller (1958) (3 pts)

Cette théorie s'inscrit dans la littérature initiée par M&M (1958) qui démontrent sous certaines hypothèses que les marchés sont parfaits, il n'y a pas de taxes, ni de coûts d'agence ou de coûts de transaction. Comme conclusion, les deux auteurs arrivent à la neutralité de la structure financière sur la valeur de la firme. Les travaux successeurs relâchent les hypothèses afin de se rapprocher de la réalité financière. Depuis, il y a la confrontation entre les avantage fiscaux et les coûts de faillite qui a abouti à la détermination d'un ratio optimal d'endettement atteint quand les gains marginaux liés à la déductibilité des charges financières égalisent les coûts marginaux de faillite induits par l'augmentation de l'endettement.

- 3- Quelles sont les sources de l'incomplétude contractuelle selon la théorie des coûts de transaction ? (3 pts)

La théorie des coûts de transaction suggère que l'incomplétude des contrats est le résultat de deux hypothèses caractérisant les agents et l'environnement dans lequel ils évoluent. D'une part, les agents sont suffisamment rationnellement limités. D'autre part, l'incertitude et la complexité de l'environnement les empêchent d'anticiper les contingences futures.

L'incomplétude des contrats n'est plus seulement la conséquence de l'asymétrie d'information. Elle découle de la rationalité limitée des contractants.

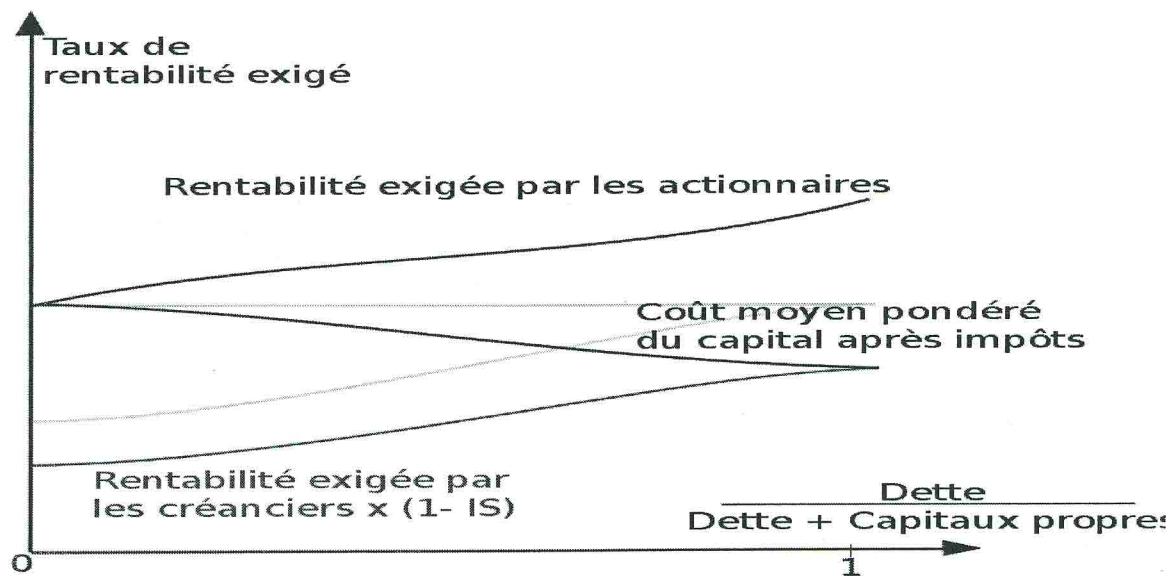
- 4- La vision de la gouvernance, comme ensemble des règles du jeu managérial, s'adapte au modèle de création et/ou de répartition de la valeur, lequel est lui-même associé à une conception particulière de l'efficience et de la firme. Explicitez la notion de gouvernement d'entreprise en vous référant au courant disciplinaire et au courant cognitif. (3pts)

Le courant disciplinaire de la gouvernance s'appuie sur la vision contractuelle de l'entreprise. Elle est représentée par un "moule de contrats" c'est à dire un centre décisionnel qui gère et un ensemble de contrats nécessaires à son activité. La source de l'efficience est alors disciplinaire : il faut inciter à surveiller et réduire les conflits d'intérêt.

C'en renvoie, le courant cognitif de la gouvernance se focalise sur la notion de l'information confondue avec celle de connaissance mais qui restent deux notions distinctes.

Le modèle cognitif mêlé de l'expérience, l'apprentissage : La firme est une entité qui acquiert la faculté d'apprendre et croît de la connaissance. Le processus de création de valeur n'emprunte pas uniquement la voie disciplinaire, mais également celle de la production fondée sur les compétences.

- 5- A) En vous appuyant sur l'article de Modigliani et Miller (1963), analysez le schéma ci-dessous. (3pts)

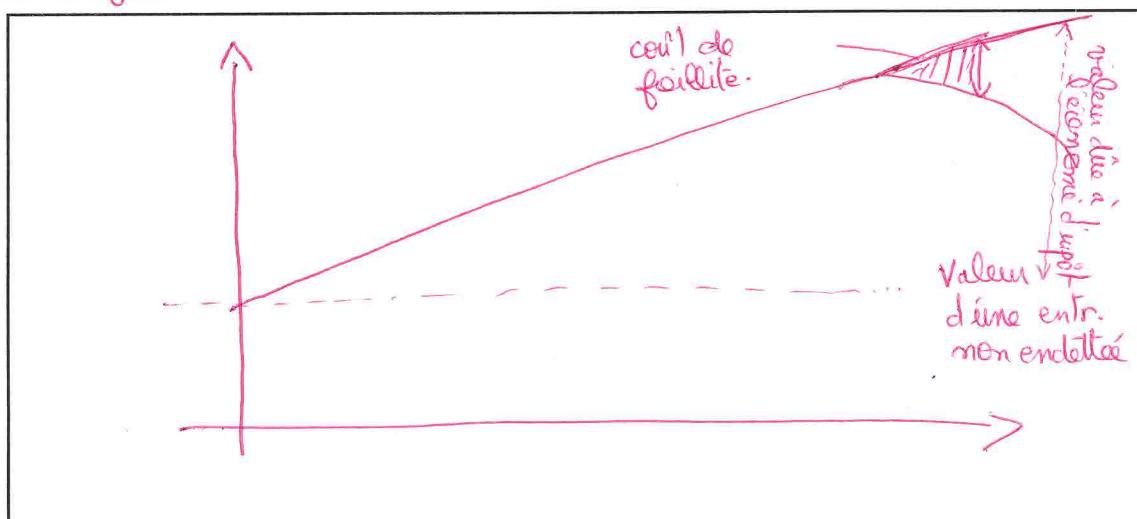


En présence d'un régime fiscal favorable à l'endettement (dédoublabilé des charges financières), il existe une relation linéaire positive entre la valeur de marché d'une entreprise et le pourcentage d'endettement. Toujours, une augmentation de l'endettement implique une hausse de la valeur actualisée des économies d'impôt et une augmentation de la probabilité de défaillance. Il s'agit alors de chercher un équilibre égalisant la valeur actuelle des coûts de fonds et la valeur des économies d'impôt. Finalement, en présence de créanciers, les actionnaires

exigent une mentalité plus élevée pour couvrir le risque auquel ils sont enclins (la faillite).

5- B) Présentez les limites de l'endettement et appuyez vos arguments par un schéma explicatif. (3pts)

Un endettement excessif est moins judicieux pour l'euthanasie puisqu'il induit des coûts de faillite intégrant deux composantes : Une composante directe (les défenses à décaisser pour accomplir les formalités administratives et judiciaires de la procédure de faillite) et indirecte qui se définit en termes de manque à gagner tel que la perte des opportunités, les compensations octroyées par les employés sous forme d'indemnités de perte d'emploi. De plus, la perte de confiance de certains partenaires commerciaux



(clients et fournisseurs) ou financiers (banques, marché de capitaux). Finalement, l'entreprise en faillite subit une perte de valeur suite au départ des dirigeants ~~salariés~~.

- 6- D'après Jensen et Meckling (1976), l'existence des coûts d'agence fournit des arguments à la thèse d'une distribution des cash flows futurs qui n'est pas indépendante de la structure du capital ou celle de la propriété. Montrez comment la théorie de l'agence aboutit à une reformulation des conceptions financières classiques de la firme en mettant en valeur l'apport de Jensen (1986). (2pts)

A partir du cadre théorique de la théorie de l'agence, J&M (1976) montrent qu'il existe une relation négative entre la valeur de l'entreprise et son degré d'endettement. L'endettement présente l'avantage d'obliger les dirigeants à redistribuer le cash flow libre (FCF) (Jensen, 1986) aux investisseurs plutôt que les conserver pour servir leurs propres intérêts au sein de l'entreprise. Le FCF est l'ensemble des flux disponibles après financement de tous les projets rentables de la firme ($VAN > 0$). Ce phénomène de cash flow existe si le dirigeant est tenté de faire croître la firme au-delà de sa taille optimale en entreprenant des investissements à la valeur actuelle nette négative (situation de surinvestissement). Une

solution suggérée par Jensen (1986) est l'endettement des entreprises. Il leur impose la redistribution fixe explicitement ex ante des flux aux créanciers : L'endettement est une fonction sur les liquidités

- 7- L'étude des fusions-acquisitions met potentiellement en évidence, dans le cadre de l'entreprise managériale, une nouvelle relation d'agence : celle entre le dirigeant et l'actionnaire de la société initiatrice. Expliquez cette relation d'agence. (2pts)

Dans le cadre des fusions-acquisitions, les dirigeants de la société initiatrice peuvent privilégier leur propre fonction d'utilité en escroquant les actionnaires, d'où la naissance des stratégies de construction d'empire. Ainsi, les dirigeants peuvent supposer les acquisitions (surinvestissement) pour favoriser leur emboîtement. Par ailleurs, l'absence de mesure anti OPA, implique l'absence de pression exercée sur le dirigeant qui devrait également accepter d'engager des investissements non rentables. Ce comportement génère des conflits d'intérêt qui s'inscrivent dans une nouvelle relation d'agence liant le dirigeant et les actionnaires de la société initiatrice relativement observée dans le cas d'une faible gouvernance.