



Les marchés financiers : Introduction à la finance d'entreprise



Entreprise et financement de l'entreprise.
« Corporate finance »

Le point : Où en sommes nous ?.

- L'échange de risques.
 - l'équilibre général, information symétrique.
 - Prix des actifs
 - Volume des échanges.
 - Mots clés :
 - diversification, co-variation, portefeuille de marché, ...
 - Complétude, incomplétude...
- Information et information asymétrique.
 - Rôle des fluctuations de l'information dans l'échange.
 - Efficacité informationnelle et transmission de l'info/prix.
 - Limites à la transmission de l'information : bruit.
 - Limites « divinatoires » à la transmission d'information.
 - Trop d'information tue la coordination sur l'équilibre révélateur.

Le point :

Où en sommes nous ?..suite

- L'entreprise :
 - Plan de production risqué.
 - Ou collection de plans : choix dans le grand livre des recettes techniques.
- Modigliani-Miller : Valeur indépendante de la structure de financement
 - Fort : Unanimité des actionnaires, (complétude) sur le plan de production .
 - Hors « MM fort » interaction / théories du financement et de l'entreprise
- Quelle théorie de l'entreprise ?
 - Vue standard
 - information symétrique en incomplétude.
 - résolution des conflits entre actionnaires.
 - En information asymétrique :
 - Vue plus complexe de l'entreprise acteurs
 - Des contrats financiers, et autres.
- Quelles conséquences sur la structure du financement.

Quelques statistiques préliminaires, suite.

		1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Canada	278	0'94 (0'87)	0'92 (0'41)	0'99 (0'26)	0'93 (0'31)	0'44 (0'28)	0'91 (0'37)	0'20 (0'30)	0'42 (0'30)	1'12	3'22	
France	902	0'24 (0'21)	0'40 (0'43)	0'18 (0'37)	0'14 (0'10)	0'30 (0'31)	0'12 (0'37)	0'30 (0'38)	0'12 (0'33)	2'58	2'38	
Germany	118	0'10 (0'21)	0'10 (0'21)	0'31 (0'38)	0'30 (0'38)	0'38 (0'38)	0'20 (0'38)	0'41 (0'42)	0'48 (0'41)	1'92	3'85	
Japan	352	0'11 (0'80)	0'44 (0'87)	0'32 (0'38)	0'51 (0'33)	0'38 (0'38)	0'23 (0'33)	0'42 (0'42)	0'41 (0'41)	3'04	4'32	
United Kingdom	181	0'12 (0'15)	0'00 (0'26)	0'18 (0'20)	0'13 (0'18)	0'37 (0'32)	0'12 (0'18)	0'28 (0'38)	0'32 (0'38)	2'38	0'21	
Italy	214	0'33 (0'21)	0'42 (0'42)	0'22 (0'22)	0'33 (0'34)	0'42 (0'22)	0'31 (0'38)	0'23 (0'23)	0'38 (0'37)	3'48	4'08	
United States	3290	0'90 (0'86)	0'44 (0'44)	0'31 (0'31)	0'30 (0'34)	0'24 (0'28)	0'34 (0'31)	0'31 (0'31)	0'32 (0'23)	2'41	4'02	

Table V: Export of Technology to Developing Countries

Table VIII
Size of Capital Markets in the G-7 Countries in 1986

Country	Domestic Bank Credit to the Private Sector as a Fraction of GDP (%)	Stock Market Capitalization (\$ billion)	Stock Market Capitalization as a Fraction of GDP (%)	Bond Market Capitalization (\$ billion)	Bond Market Capitalization as a Fraction of GDP (%)
United States	70.80	2128.00	49.65	983.20	23.27
Japan	104.22	1784.28	85.31	89.62	4.74
Germany	86.58	257.88	25.79	1.84	0.13
France	80.03	163.42	19.64	44.18	5.53
Italy	35.04	140.24	21.17	4.48	0.68
United Kingdom	53.85	472.80	68.70	14.01	2.48
Canada	44.21	155.20	60.58	27.17	7.42

Sources: Stock Market and GDP data are from Morgan Stanley Capital International Perspective, Domestic Credit from International Financial Statistics, and Bond Market Data are from Salomon Brothers International Bond Markets Analysis, 1992.

La structure de l'entreprise : les faits.

- La part de la dette dans le financement.
 - Dette/total.
 - Divers ratios
 - Comp.internationale diff.
 - Dette /capital.
- Noter la dispersion du ratio.

Table III—Continued

Panel B: Extent of Adjusted Leverage in Different Countries

Country	Debt to Capital (Medians (Aggregate))	
	Book	Market
United States	0.33 (0.45)	0.23 (0.31)
Japan	0.37 (0.49)	0.17 (0.28)
Germany	0.18 (0.10)	0.15 (0.06)
France	0.34 (0.46)	0.29 (0.36)
Italy	0.39 (0.41)	0.36 (0.41)
United Kingdom	0.16 (0.19)	0.11 (0.13)
Canada	0.37 (0.44)	0.32 (0.40)

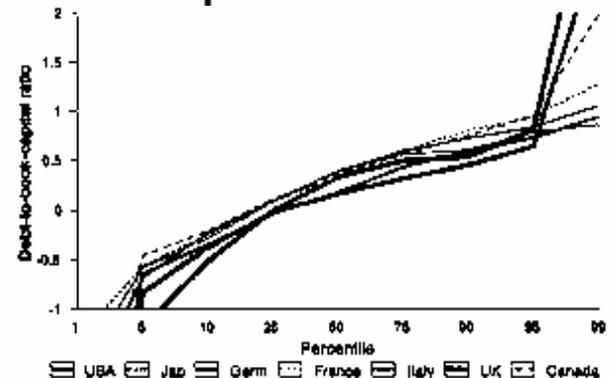


Figure 1. Distribution of debt-to-book-capital ratio. The graph plots the level of debt-to-book-capital ratio in 1991 at different percentiles of the within-country cross-sectional distribution for each of the G-7 countries. The x-axis reports the percentiles of the distribution, the y-axis the level of the debt-to-book-capital ratio. Debt-to-book capital is the book value of adjusted debt divided by the sum of the book value of adjusted debt and adjusted equity. Adjusted debt is the book value of debt less the value of cash and marketable securities. Adjusted book equity is book equity plus provisions plus deferred taxes less intangibles.

La structure de l'entreprise : les faits.

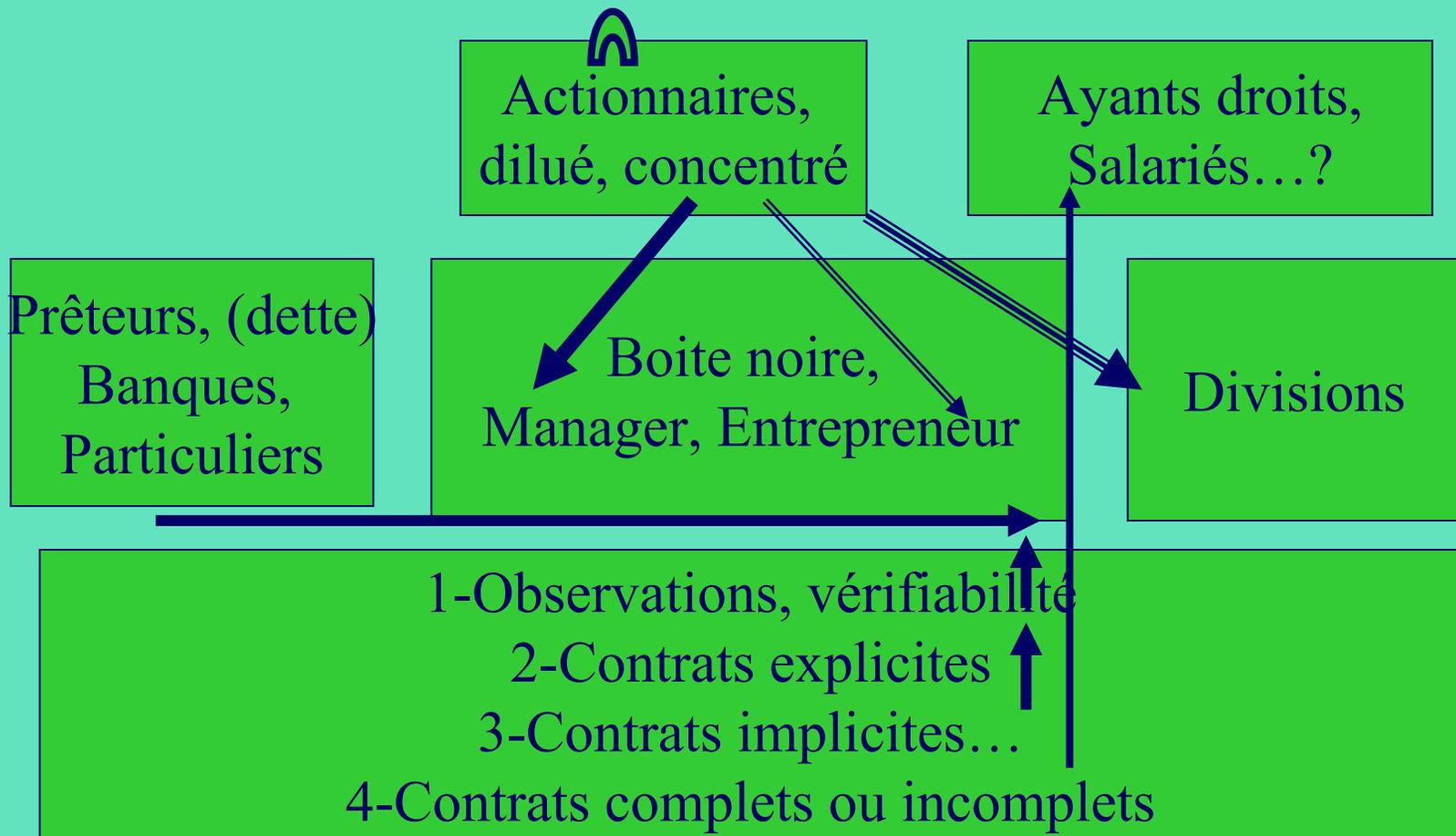
- La part de la dette (effet de levier)
 - S'accroît avec :
 - Actifs tangibles
 - Opportunités de croissance
 - Taille de la firme
 - Décroit avec
 - Publicité, RD,
 - Profitabilité de faillite
- Sectoriellement
 - H Cies aériennes, téléphone, acier
 - M Métallurgie, construction, pétrole, chimie
 - B Edition, électronique, agroalimentaire.
- Constat, explication ?

Table III--Continued

Panel B: Extent of Adjusted Leverage in Different Countries

Country	Debt to Capital (Medians (Aggregate))	
	Book	Market
United States	0.33 (0.45)	0.23 (0.31)
Japan	0.37 (0.49)	0.17 (0.28)
Germany	0.18 (0.10)	0.15 (0.06)
France	0.34 (0.46)	0.28 (0.36)
Italy	0.29 (0.41)	0.36 (0.41)
United Kingdom	0.18 (0.19)	0.11 (0.13)
Canada	0.37 (0.44)	0.32 (0.40)

L'entreprise et ses partenaires



Les questions....

- Les aspects positifs et normatifs.
 - la structure du financement.
 - La rationalité de chaque instrument,
 - La nature du partenariat... financeurs, entreprise.
 - Explication des ratios (Ratio dette : dette + actions).
 - La gouvernance d'entreprise.
 - La légitimité de la décision « actionnariale » :
 - Propriétaires, créanciers résiduels...
 - suprématie des actionnaires, /Managers, salariés..,
 - L'actif action ...
- Approches
 - Entreprise comme ensemble de contrats, explicites, implicites.
 - Collection de possibilités de croissance, d'actifs...

L'entreprise managériale : le point de vue de l'aléa moral

- Le cadre :
 - un actionnaire et un manager Le manager poursuit /objectifs propres:
 - Le bénéfice dépend d'un aléa et de l'effort du manager.. $B(e,s)$ ($f(s/e)$)
 - L'effort n'est pas « vérifiable », le profit l'est....
 - Le manager a de l'aversion au risque : V
- Le contrat optimal : $R(B)$
 - $\text{Max } \Sigma[B(e,s) - R(B)] f(s/e)$, $e \in \text{ArgMax } [\Sigma V(R(B(e,s)) f(s/e)) - C(e)]$, P
 - La rémunération du manager indexée sur le résultat.
 - RVM : $e' < e$ ---- $f(s/e)/f(s/e')$ croît s
 - $R(B)$ croissant en B ...
- Le modèle :
 - responsabilité limitée du dirigeant.
 - Stock options... ?

L'entreprise managériale et l'aléa moral.

- La relation managers actionnaires (suite) (Jensen-Meckling, (1976))
 - Un cadre voisin.
 - La dette peut discipliner le manager,
 - effet de réputation en cas de faillite.
 - On sort du modèle précédent.
 - Recommandation :
 - Accroître la dette si manager a beaucoup de marges de manœuvre.
 - Vérification empirique ?
- Objections
 - Accroît la proba faillite, accroît mécaniquement le coût de l'endettement..
 - Et de façon endogène : actionnaires avec plans plus risqués. (« asset substitution effect »).

L'entreprise et son financement.

- Asset substitution effect : Exemple numérique : Projets, 10 à financer
 - Projet 1, (0, prob(1/4), 80, prob $\frac{3}{4}$)
 - Projet 2, (0 prob.(1/2), 100, prob $\frac{1}{2}$), $1 > 2$
- Revenu :
 - Entrepreneur $\text{Max}(0, R(s) - r)$, fonction convexe de r !
 - Banque : $\text{Min}(R(s), r)$
 - Choix de l'entrepreneur : si $r < 40$, 1, sinon 2 !
 - Bénéfice du banquier : $(\frac{3}{4})r$ si 1, $(\frac{1}{2})r$ si 2.,
 - Pas monotone, si $r < 50$, alors le taux d'équilibre est $r = 40$.
- Leçons.
 - Le taux d'intérêt prix et « screening device ».
 - Rationnement du crédit.

L'entreprise, son financement : l'anti-sélection.

- La relation managers actionnaires (suite) (Myers-Maljuf(1984))
 - 2 types d'entreprises : valeur : $H > L$, observé par le manager, proba. P , actionnaires
 - Investissement I , valeur nette actualisée, v , financé par émissions.
 - Equilibre : Signalement :
 - H rejette et L accepte : croyances communes
 - Act. de L -- $b = I / (v + I + L)$ aux nouveaux, reçoivent $(1 - b)(L + v + I) = L + v$
 - Les H n'imitent pas : si $(H - L)b > v$, donner une part trop importante de l'entreprise aux nouveaux qui croient L !
 - Pas d'autre équilibre.
- Conséquences :
 - Émission fait baisser les cours...
 - Financement interne privilégié
 - « Pecking order » : interne, dette, émissions.

L'entrepreneur et le financier : le point de vue de l'aléa moral

- Le cadre : (Biais, Mariotti, Plantin, Rochet, (2004))
 - Un financier (neutralité au risque).
 - un entrepreneur (neutralité/risque, responsabilité limitée), cash A
 - Cash flow (flux de trésorerie) : $pR_+ + (1-p)R_-$ si effort,
 - $(p-\Delta p)R_+ + (1-p+\Delta p)R_-$ sinon.
 - Entrepreneur : bénéfice (privé) de l'activité si effort zéro : B .
 - L'entrepreneur ne peut entreprendre car $-(R_-) > A$,
 - alors que $R = pR_+ + (1-p)R_- > 0$: activité « rentable ».
- Solution : trouver un financier
 - Rémunération en cas de succès : $(B/\Delta p)$, $pB/\Delta p > R$.
 - Donner au financier le complément a / $pB/\Delta p + a = R$
 - Si $a > A$, Echelle du projet x : $xR + A \geq (=) x(pB/\Delta p) = w_0$
 - $w > w_0 = pB/\Delta p$, surplus total : $V(w) = R$, sinon $V(w) = R w / w_0$