



Table des matières

Liste des encadrés	XXIII
Notations courantes	XXV
Les auteurs	XXVII
Avant-propos	XXIX
Remerciements	XXXIII

PARTIE I – Introduction

1

Chapitre 1

L'entreprise et la Bourse

1

1.1. Nature et forme des entreprises	2
<i>Les entreprises dans la théorie économique</i>	2
<i>Les entreprises en France : un ensemble hétérogène</i>	2
<i>La fiscalité des sociétés par actions</i>	8
1.2. Propriété et contrôle d'une société par actions	9
<i>Qui dirige une société par actions ?</i>	9
<i>Les objectifs de l'entreprise</i>	11
<i>Ce qui profite à l'entreprise bénéficie-t-il toujours à la société ?</i>	11
<i>Éthique et conflit d'intérêt</i>	12
<i>La faillite d'une entreprise</i>	14
1.3. Les marchés boursiers	15
<i>Les principales places boursières mondiales</i>	17
<i>Les plates-formes alternatives d'échange et les dark pools</i>	20
Résumé	22
Exercices	24

Chapitre 2

La lecture des états financiers

27

2.1. Principes et normes comptables	28
2.2. Le bilan	29
<i>L'actif du bilan</i>	30
<i>Le passif du bilan</i>	33
<i>Valeur comptable et valeur de marché des capitaux propres</i>	35
<i>La valeur de marché de l'actif économique</i>	37

<i>Le besoin en fonds de roulement</i>	38
2.3. Le compte de résultat	39
<i>La logique du compte de résultat</i>	39
<i>Du chiffre d'affaires au résultat net</i>	40
2.4. Le tableau des flux de trésorerie	43
<i>Les flux de trésorerie liés à l'activité</i>	45
<i>Les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement</i>	46
<i>Les flux de trésorerie liés aux opérations de financement</i>	46
2.5. L'analyse des états financiers	47
<i>Les ratios de profitabilité</i>	47
<i>Les ratios de liquidité</i>	48
<i>Les ratios de BFR</i>	49
<i>Le ratio de couverture des frais financiers</i>	50
<i>Les ratios de structure financière</i>	51
<i>Les ratios de valorisation</i>	51
<i>Les ratios de rentabilité (comptable)</i>	53
<i>L'identité de DuPont</i>	54
2.6. La qualité de l'information comptable	55
<i>Quelques affaires retentissantes</i>	56
<i>La réaction des pouvoirs publics</i>	59
Résumé	60
Exercices	62
Étude de cas	65

Chapitre 3

Arbitrage et décisions financières	67
3.1. Valoriser un projet	68
<i>Prix de marché et valeur d'un projet</i>	68
<i>Que faire en l'absence de prix de marché ?</i>	69
3.2. Taux d'intérêt et valeur temps de l'argent	69
<i>La valeur temps de l'argent</i>	69
<i>Le taux d'intérêt : un taux de change intertemporel</i>	70
<i>Valeur actuelle et valeur future</i>	71
3.3. La valeur actuelle nette	72
<i>Accepter ou rejeter un projet</i>	72
<i>Comparer des projets</i>	73
3.4. Arbitrage et Loi du prix unique	75
3.5. Absence d'opportunité d'arbitrage et prix des actifs	77
<i>Évaluer un actif avec la Loi du prix unique</i>	77
<i>Le théorème de séparation</i>	80
<i>Évaluer un portefeuille d'actifs</i>	81
3.6. Le prix du risque	85
<i>Aversion au risque et prime de risque</i>	85
<i>Le prix de non-arbitrage d'un actif risqué</i>	86
<i>La prime de risque dépend du niveau de risque</i>	86

<i>Le risque d'un actif est lié au risque de marché</i>	87
<i>Risque, rentabilité et prix de marché</i>	88
3.7. Arbitrage avec coûts de transaction	89
Résumé	91
Exercices	93
PARTIE II – Temps, argent et taux d'intérêt	99
Chapitre 4	
La valeur temps de l'argent	99
4.1. L'échéancier	99
4.2. Les trois règles du « voyage dans le temps »	101
<i>Règle 1 : comparer les flux</i>	101
<i>Règle 2 : transposer des flux dans le futur</i>	101
<i>Règle 3 : transposer des flux dans le passé</i>	103
<i>Application des règles du « voyage dans le temps »</i>	105
4.3. Valeur actuelle et future d'une séquence de flux	107
4.4. La valeur actuelle nette d'une séquence de flux	110
4.5. Rentes perpétuelles, annuités et autres cas particuliers	111
<i>Les rentes perpétuelles</i>	112
<i>Les annuités constantes</i>	115
<i>Les rentes perpétuelles croissantes</i>	118
<i>Les annuités croissantes</i>	120
4.6. L'utilisation d'un tableur	122
4.7. Flux infra-annuels	124
4.8. Calculer les flux	125
4.9. Calculer le taux de rentabilité interne	127
4.10. Calculer le nombre de périodes	131
Résumé	133
Exercices	135
Étude de cas	141
Chapitre 5	
Les taux d'intérêt	143
5.1. Cotation et calcul des taux d'intérêt	143
<i>Le taux annuel effectif</i>	143
<i>Le taux équivalent</i>	144
<i>Taux annuel proportionnel et taux période</i>	145
<i>Le taux annuel effectif global</i>	148
<i>Intérêts précomptés et intérêts postcomptés</i>	148
5.2. Modalités de remboursement d'un emprunt	150
<i>Remboursement par annuités constantes</i>	150
<i>Remboursement par fractions constantes du capital</i>	152

<i>Autres modalités de remboursement</i>	153
5.3. Les déterminants des taux d'intérêt	155
<i>Inflation et taux d'intérêt réel</i>	155
<i>Investissement et taux d'intérêt</i>	157
<i>La courbe des taux</i>	158
<i>Risque et taux d'intérêt</i>	163
<i>Taux d'intérêt brut et net</i>	164
5.4. Le coût d'opportunité du capital	165
Résumé	166
Annexe – Capitalisation continue des intérêts	168
<i>Taux annuel effectif et taux annuel proportionnel avec capitalisation continue des intérêts</i>	168
<i>Flux continus</i>	169
Exercices	170
Chapitre 6	
L'évaluation des obligations	177
6.1. Flux monétaires, prix et rentabilité des obligations	177
<i>Caractéristiques générales des obligations</i>	177
<i>Obligations zéro-coupon</i>	178
<i>Obligations couponnées</i>	181
6.2. Dynamique du prix des obligations	184
<i>Pair et cotation des obligations</i>	184
<i>L'effet du temps sur le prix des obligations</i>	185
<i>Variations des taux d'intérêt et prix des obligations</i>	189
6.3. Courbe des taux et arbitrage obligataire	192
<i>La réplication d'une obligation couponnée</i>	192
<i>L'évaluation d'une obligation couponnée à partir de la rentabilité à l'échéance de zéro-coupon</i>	193
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations couponnées</i>	194
<i>La courbe des taux en pratique</i>	195
6.4. Les obligations privées	197
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations privées</i>	197
<i>La notation des obligations</i>	199
<i>La courbe des taux corporate</i>	200
6.5. Les obligations souveraines	203
Résumé	207
Annexe – Les taux d'intérêt à terme	209
<i>Le calcul des taux d'intérêt à terme</i>	209
<i>Le calcul de la rentabilité à l'échéance à partir des taux à terme</i>	211
<i>Taux d'intérêt à terme et taux d'intérêt comptant futur</i>	211
Exercices	213
Étude de cas 1	218
Étude de cas 2 – Le défaut et la restructuration de la dette grecque	219

PARTIE III – Évaluer les projets et les entreprises	221
Chapitre 7	
Les critères de choix d'investissement	221
7.1. La valeur actuelle nette	221
<i>Appliquer la règle de la VAN</i>	221
<i>Profil de VAN et TRI</i>	222
<i>La VAN face aux autres critères</i>	223
7.2. Le taux de rentabilité interne	224
<i>La règle du TRI</i>	224
<i>Écueil n° 1 : les gains précèdent parfois les pertes</i>	225
<i>Écueil n° 2 : il peut exister plusieurs TRI</i>	226
<i>Écueil n° 3 : il peut n'exister aucun TRI</i>	228
7.3. Le délai de récupération	231
7.4. Choisir entre plusieurs projets	233
<i>La règle de la VAN en cas de projets mutuellement exclusifs</i>	233
<i>La règle du TRI face à des projets mutuellement exclusifs</i>	234
<i>Le TRI différentiel</i>	235
7.5. Choix d'investissement sous contraintes de ressources	238
<i>Évaluation de projets et optimisation des ressources</i>	238
<i>L'indice de profitabilité</i>	238
<i>Les limites de l'indice de profitabilité</i>	239
Résumé	241
Exercices	242
Étude de cas	248
Chapitre 8	
Les choix d'investissement : cas pratique	249
8.1. Estimer le résultat net d'un projet	249
<i>Hypothèses de travail</i>	250
<i>Prévision du résultat net du projet</i>	250
<i>Prise en compte des effets indirects</i>	252
<i>Prise en compte des coûts irrécupérables</i>	254
<i>En pratique...</i>	256
8.2. Déterminer les flux de trésorerie disponibles et la VAN d'un projet	257
<i>Le passage du résultat net aux flux de trésorerie disponibles</i>	257
<i>Le calcul direct des flux de trésorerie disponibles</i>	259
<i>Le calcul de la VAN</i>	260
8.3. Choisir entre différents projets	262
8.4. Quelques problèmes supplémentaires...	263
8.5. Analyser un projet	268
<i>Analyse de point mort (break-even analysis)</i>	268
<i>Analyse de sensibilité</i>	269
<i>Analyse de scénario</i>	271
Résumé	275

Exercices	277
Étude de cas	283

Chapitre 9

L'évaluation des actions	285
9.1. Le modèle d'actualisation des dividendes	285
<i>Un placement à un an</i>	286
<i>Rendement, gain en capital et rentabilité</i>	286
<i>Un placement sur plusieurs périodes</i>	289
<i>Le modèle d'actualisation des dividendes</i>	290
9.2. Application du modèle d'actualisation des dividendes	291
<i>Dividendes croissants à taux constant : le modèle de Gordon-Shapiro</i>	291
<i>Dividende versus croissance</i>	292
<i>Dividendes croissants à taux variable</i>	296
<i>Les limites du modèle d'actualisation des dividendes</i>	297
9.3. Deux modèles alternatifs d'évaluation actuarielle	298
<i>Le modèle d'actualisation des dividendes augmenté</i>	299
<i>Le modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou modèle DCF</i> <i>(Discounted Cash Flow)</i>	300
9.4. L'évaluation des actions par la méthode des comparables	305
<i>Les multiples</i>	305
<i>Les limites des multiples</i>	307
<i>Comparaison des méthodes d'évaluation des actions</i>	308
9.5. Information, concurrence et prix des actions	310
<i>L'information contenue dans les cours boursiers</i>	310
<i>Concurrence et marchés efficients</i>	311
<i>Conséquences de l'hypothèse d'efficacité des marchés</i>	314
<i>L'hypothèse d'efficacité des marchés et l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	315
Résumé	316
Exercices	319
Étude de cas	324

PARTIE IV – Risque et rentabilité

Chapitre 10

Marchés financiers et mesure des risques	327
10.1. Risque et rentabilité : un premier aperçu historique	327
10.2. Mesures traditionnelles du risque et de la rentabilité	331
<i>Densité de probabilité</i>	331
<i>Rentabilité espérée</i>	333
<i>Variance et écart-type</i>	333
10.3. Rentabilité historique des actifs financiers	335
<i>Rentabilités historiques</i>	335
<i>Rentabilité annuelle moyenne</i>	338
<i>Variance et volatilité des rentabilités</i>	340

<i>Rentabilités historiques et rentabilités futures : l'erreur d'estimation</i>	341
10.4. L'arbitrage entre risque et rentabilité	345
<i>Rentabilité des portefeuilles diversifiés</i>	345
<i>Rentabilité des titres individuels</i>	346
10.5. Risque commun et risque individuel	348
<i>Assurances contre les risques naturels et de vol : un exemple</i>	348
<i>Le rôle de la diversification</i>	349
10.6. Diversification d'un portefeuille d'actions	351
<i>Risque spécifique et risque systématique</i>	351
<i>Absence d'opportunités d'arbitrage et prime de risque</i>	354
10.7. Mesurer le risque systématique	358
<i>Identifier le risque systématique : le portefeuille de marché</i>	358
<i>Sensibilité au risque systématique : le bêta</i>	359
10.8. Bêta et coût du capital	362
<i>Estimer la prime de risque</i>	362
<i>Le modèle d'évaluation des actifs financiers</i>	364
Résumé	365
Exercices	367
Étude de cas	371

Chapitre 11

Choix de portefeuille et modèle d'évaluation des actifs financiers	373
11.1. L'espérance de rentabilité d'un portefeuille	373
11.2. La volatilité d'un portefeuille composé de deux actions	375
<i>Combiner les risques</i>	375
<i>Calcul de la covariance et de la corrélation</i>	376
<i>Calcul de la variance et de l'écart-type d'un portefeuille</i>	380
11.3. La volatilité d'un portefeuille composé de N actions	382
<i>Diversification d'un portefeuille équilibré composé de N actions</i>	383
<i>Diversification d'un portefeuille quelconque</i>	385
11.4. Arbitrage rentabilité-risque : le choix d'un portefeuille efficient	386
<i>Les portefeuilles efficients composés de deux actions</i>	386
<i>L'effet de la corrélation</i>	389
<i>Prise en compte des ventes à découvert</i>	390
<i>Les portefeuilles efficients composés de nombreuses actions</i>	392
11.5. Prise en compte de l'actif sans risque	397
<i>L'actif sans risque</i>	397
<i>L'achat d'actions avec effet de levier</i>	398
<i>Identification du portefeuille tangent</i>	399
11.6. Portefeuille efficient et coût du capital	402
<i>Améliorer la performance d'un portefeuille : le bêta et la rentabilité exigée</i>	402
<i>Rentabilités espérées et portefeuille efficient</i>	404
11.7. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)	406
<i>Les hypothèses du MEDAF</i>	406
<i>Offre, demande et efficacité du portefeuille de marché</i>	407

<i>Composition d'un portefeuille optimal : la droite de marché</i>	408
11.8. Déterminer la prime de risque	409
<i>Risque de marché et bêta</i>	409
<i>La droite du MEDAF, ou Security Market Line (SML)</i>	411
<i>Le bêta d'un portefeuille</i>	413
<i>Que retenir du MEDAF ?</i>	414
Résumé	416
Annexe – Le MEDAF avec des taux d'intérêt prêteur et emprunteur différents	419
Exercices	422
Étude de cas	430
Chapitre 12	
L'estimation du coût du capital	433
12.1. Le coût des capitaux propres	433
12.2. Le portefeuille de marché	434
<i>Construction du portefeuille de marché</i>	435
<i>Indices de marché</i>	435
<i>La prime de risque de marché</i>	439
12.3. L'estimation du bêta	441
<i>Estimation du bêta à partir de données historiques</i>	442
<i>Identification de la droite des moindres carrés</i>	444
<i>Réaliser une régression linéaire</i>	444
12.4. Le coût de la dette	446
<i>Rentabilité à l'échéance et rentabilité espérée</i>	446
<i>Bêtas de la dette</i>	448
12.5. Le coût du capital d'un projet	449
<i>Les comparables financés uniquement par capitaux propres</i>	450
<i>Les comparables endettés</i>	450
<i>Le coût du capital à endettement nul</i>	451
<i>Bêtas des capitaux propres sectoriels</i>	454
12.6. Prises en compte du risque spécifique au projet et de son mode de financement	456
<i>Les différences en termes de risque</i>	456
<i>Modes de financement et coût moyen pondéré du capital</i>	458
12.7. Conclusion sur l'utilisation du MEDAF	461
Résumé	463
Annexe – Les aspects pratiques liés à la prévision du bêta	465
<i>L'horizon temporel</i>	465
<i>Le portefeuille représentatif du marché</i>	465
<i>Stabilité des bêtas et extrapolation</i>	466
<i>Valeurs aberrantes</i>	467
<i>Autres considérations</i>	468
Exercices	471
Étude de cas 1	476
Étude de cas 2	477

Chapitre 13

Comportement des investisseurs et efficience des marchés financiers	479
13.1. Concurrence sur les marchés de capitaux	479
<i>L'alpha d'une action</i>	480
<i>Comment profiter des actions à alphas non nuls</i>	481
13.2. Informations et anticipations rationnelles	482
<i>Investisseurs informés contre investisseurs non informés</i>	482
<i>Anticipations rationnelles</i>	483
13.3. Le comportement des investisseurs individuels	484
<i>Sous-diversification et biais de portefeuille</i>	484
<i>Excès de confiance et agressivité</i>	485
<i>Comportement des investisseurs individuels et prix des titres</i>	489
13.4. Des biais systématiques de comportement	490
<i>Conserver trop longtemps les titres perdants : l'effet de disposition</i>	490
<i>Attention des investisseurs, humeur et expérience</i>	491
<i>Comportement moutonnier</i>	492
<i>Les conséquences de ces biais comportementaux</i>	493
13.5. L'efficience du portefeuille de marché	493
<i>Effectuer des transactions sur la base d'informations ou de recommandations</i>	493
<i>La performance des gestionnaires de fonds</i>	496
<i>Les gagnants et les perdants</i>	499
13.6. Les anomalies de marché et le débat sur l'efficience	500
<i>Effet taille</i>	500
<i>Momentum</i>	504
<i>Les conséquences de l'existence d'alpha positif</i>	505
13.7. Les modèles multifactoriels d'évaluation des actifs financiers	508
<i>Les portefeuilles de facteurs</i>	508
<i>Sélection des portefeuilles de facteurs</i>	510
<i>Spécification à la Fama-French-Carhart et coût du capital</i>	511
13.8. Les méthodes utilisées en pratique	513
Résumé	514
Annexe – Construire un modèle multifactoriel	516
Exercices	518

PARTIE V – Structure financière et valeur de l'entreprise

Chapitre 14

La structure financière en marchés parfaits	525
14.1. Capitaux propres ou dette ?	525
<i>Le cas d'un financement exclusif par capitaux propres</i>	526
<i>Le cas d'un financement mixte : capitaux propres et dette</i>	527
<i>L'effet de l'endettement sur le risque et la rentabilité</i>	528
14.2. Modigliani-Miller, acte 1 : dette, arbitrage et valeur de l'entreprise	530
<i>Modigliani-Miller et la Loi du prix unique</i>	530
<i>Le levier synthétique</i>	531

<i>Le bilan en valeur de marché</i>	533
<i>Un exemple : le rachat d'actions par endettement</i>	535
14.3. Modigliani-Miller, acte 2 : dette, risque et coût du capital	536
<i>Dette et coût des capitaux propres</i>	536
<i>Choix d'investissement et coût moyen pondéré du capital</i>	538
<i>Calcul du CMPC avec plusieurs classes de titres</i>	541
<i>Endettement et bêta</i>	542
<i>Trésorerie et dette nette</i>	543
14.4. Structure financière : attention aux illusions !	544
<i>Endettement et bénéfice par action</i>	544
<i>Augmentation de capital et dilution</i>	548
14.5. Au-delà des propositions de Modigliani-Miller	549
Résumé	550
Exercices	552
Étude de cas	557
Chapitre 15	
Structure financière et fiscalité	559
15.1. La déductibilité fiscale des intérêts	560
15.2. Valeur des économies d'impôt permises par la dette	562
<i>Déductibilité des intérêts et valeur de l'entreprise</i>	562
<i>Économies d'impôt avec dette stable</i>	564
<i>Coût moyen pondéré du capital en présence d'impôts</i>	565
<i>Économies d'impôt avec un taux d'endettement cible</i>	567
15.3. Modification de la structure financière et économies d'impôt	570
<i>Étape 1 : hausse de l'endettement</i>	571
<i>Étape 2 : rachat d'actions</i>	571
<i>Étape 3 : évaluation en l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	572
<i>Synthèse : une approche par le bilan en valeur de marché</i>	572
15.4. La fiscalité des investisseurs	573
<i>Impôts sur les dividendes, les plus-values et les intérêts</i>	574
<i>Les économies d'impôt avec fiscalité des investisseurs</i>	577
<i>Estimation du gain fiscal effectif lié à l'endettement</i>	577
15.5. Structure financière optimale en présence d'impôts	579
<i>Les entreprises préfèrent-elles l'endettement ?</i>	579
<i>Quelles sont les limites à l'endettement ?</i>	581
<i>Croissance et dette</i>	584
<i>Les autres possibilités pour réduire l'impôt sur les sociétés</i>	584
<i>L'énigme de la faiblesse du taux d'endettement</i>	584
Résumé	586
Exercices	588
Étude de cas	592

Chapitre 16

Faillite, incitations et information	593
16.1. La faillite en marché parfait	594
<i>Dettes et risque de faillite</i>	594
<i>Structure financière et valeur de l'entreprise</i>	596
16.2. Le coût des difficultés financières	596
<i>Le processus de faillite</i>	597
<i>Les coûts directs</i>	600
<i>Les coûts indirects</i>	602
16.3. Le coût des difficultés financières réduit la valeur de l'entreprise	604
<i>Les conséquences du coût des difficultés financières</i>	605
<i>Qui supporte effectivement le coût des difficultés financières ?</i>	607
16.4. La théorie du compromis : existe-t-il une structure financière optimale ?	608
<i>La valeur actuelle du coût des difficultés financières</i>	608
<i>L'endettement optimal</i>	609
16.5. Tirer profit des créanciers : les coûts d'agence de la dette	611
<i>Prise de risque excessive et substitution d'actifs</i>	612
<i>Surendettement et sous-investissement</i>	613
<i>Qui supporte les coûts d'agence ?</i>	615
<i>L'effet de cliquet de l'endettement</i>	617
<i>Comment limiter les coûts d'agence de la dette ?</i>	618
16.6. Inciter les dirigeants : les gains d'agence de la dette	620
<i>Éviter la dilution de l'actionariat</i>	620
<i>Éviter les investissements destructeurs de valeur</i>	621
<i>Accroître le pouvoir de négociation de l'entreprise</i>	623
16.7. Les incitations liées à l'endettement : coûts et bénéfices d'agence	623
<i>L'endettement optimal</i>	624
<i>En pratique...</i>	625
16.8. Asymétries d'information et structure financière	626
<i>La dette : un signal crédible ?</i>	626
<i>Émission d'actions et sélection adverse</i>	628
<i>Conséquences sur les émissions d'actions</i>	631
<i>Conséquences sur la structure financière</i>	632
16.9. Choisir sa structure financière : une synthèse	635
Résumé	636
Exercices	638

Chapitre 17

La politique de distribution	647
17.1. La rémunération des actionnaires	647
<i>Les dividendes</i>	647
<i>Les rachats d'actions</i>	650
17.2. Dividendes ou rachat d'actions ?	652
<i>Première possibilité : le versement d'un dividende</i>	652
<i>Deuxième possibilité : le rachat d'actions</i>	653

<i>Troisième possibilité : l'émission d'actions pour verser un dividende plus élevé</i>	655
<i>Modigliani-Miller et la politique de distribution</i>	656
<i>La politique de distribution en marchés parfaits</i>	657
17.3. Fiscalité et politique de distribution	657
<i>La fiscalité sur les dividendes et les plus-values en capital</i>	657
<i>Politique de distribution optimale en présence d'impôts</i>	659
17.4. Politique de distribution et effets de clientèle	660
<i>Le taux d'imposition additionnel sur les dividendes</i>	660
<i>Taux d'imposition additionnel sur les dividendes et diversité des investisseurs</i>	662
<i>Les effets de clientèle</i>	663
17.5. Pourquoi les entreprises rendent-elles des capitaux à leurs actionnaires ?	665
<i>Le cas des marchés parfaits</i>	665
<i>Prise en compte de la fiscalité des entreprises</i>	666
<i>Prise en compte de la fiscalité des actionnaires</i>	667
<i>Les coûts de transaction et les coûts des difficultés financières</i>	669
<i>Les coûts d'agence</i>	670
17.6. Politique de distribution et théorie du signal	672
<i>Le lissage des dividendes</i>	672
<i>Le contenu informationnel des dividendes</i>	674
<i>Le contenu informationnel des rachats d'actions</i>	676
17.7. Un cas particulier de politique de distribution : les dividendes en actions	678
<i>Les divisions et regroupements d'actions</i>	678
<i>Les scissions d'entreprise</i>	682
Résumé	682
Exercices	685
Étude de cas	689

PARTIE VI – L'évaluation en pratique 691

Chapitre 18

Choix d'investissement et politique financière 691

18.1. Cadre d'analyse et concepts fondamentaux	691
18.2. La méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC)	693
<i>L'utilisation de la méthode du CMPC pour évaluer un projet</i>	693
<i>Résumé : la méthode du coût moyen pondéré du capital</i>	695
<i>Comment conserver un levier constant ?</i>	695
18.3. La méthode de la VAN ajustée (VANA)	697
<i>La valeur non endettée d'un projet</i>	698
<i>La valeur de la déductibilité fiscale des intérêts</i>	699
<i>Résumé : la méthode de la VAN ajustée</i>	700
18.4. La méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FTDA)	702
<i>Les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires</i>	702
<i>Actualisation des FTDA</i>	704
<i>Résumé : la méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires</i>	705
18.5. Risque d'un projet et risque de l'entreprise	707

<i>Le coût du capital à endettement nul d'un projet</i>	707
<i>Modalités de financement et coût des capitaux propres du projet</i>	708
<i>L'endettement additionnel lié à un projet</i>	710
18.6. VAN ajustée et politiques financières alternatives	711
<i>Politique 1 : stabilité du ratio de couverture des frais financiers</i>	712
<i>Politique 2 : niveau de dette déterminé à l'avance</i>	713
<i>Comparaison des méthodes</i>	715
18.7. Prise en compte des autres imperfections de marché	715
<i>Frais d'émission et de placement des titres</i>	715
<i>Titres mal évalués par le marché</i>	715
<i>Coûts des difficultés financières et coûts d'agence</i>	717
18.8. Points complexes de l'évaluation	719
<i>Ajustements périodiques de la dette</i>	719
<i>Comment calculer le coût du capital lorsque le levier varie ?</i>	722
<i>Les méthodes du CMPC et des FTDA lorsque le levier varie</i>	723
<i>Prise en compte de la fiscalité des investisseurs</i>	725
Résumé	727
Annexe – Fondements théoriques et approfondissements	730
<i>La méthode du CMPC</i>	730
<i>Coût du capital à endettement nul et coût du capital</i>	731
<i>Évaluation simultanée de la politique financière et de la valeur d'un projet</i>	732
Exercices	734
Étude de cas	742

Chapitre 19

L'évaluation d'une entreprise : cas pratique	745
19.1. Une évaluation par la méthode des comparables	745
19.2. Les hypothèses du business plan	748
<i>La prévision de l'activité</i>	748
<i>L'augmentation des capacités de production</i>	749
<i>L'amélioration du besoin en fonds de roulement</i>	749
<i>La restructuration du passif</i>	750
19.3. La construction du business plan	751
<i>Prévision des résultats nets de Sport 3000</i>	751
<i>Prévision du besoin en fonds de roulement</i>	752
<i>Prévision de la trésorerie de précaution</i>	753
<i>Calcul des flux de trésorerie disponibles</i>	754
<i>Bilan et tableau des flux de trésorerie prévisionnels</i>	756
19.4. L'estimation du coût du capital du projet	758
<i>Le coût des capitaux propres des entreprises comparables</i>	759
<i>Le bêta à endettement nul des entreprises comparables</i>	759
<i>Le coût du capital à endettement nul de Sport 3000</i>	760
19.5. La décision financière	761
<i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des multiples</i>	761
<i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés</i>	762

<i>Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée</i>	765
<i>Test de vraisemblance</i>	766
<i>TRI de l'achat de Sport 3000</i>	766
19.6. L'analyse de sensibilité	768
Résumé	769
Annexe – Incitations et rémunération des dirigeants	770
Exercices	772

PARTIE VII – Options et finance d'entreprise 775

Chapitre 20

Les options 775

20.1. Qu'est-ce qu'une option ?	776
<i>Vocabulaire</i>	776
<i>La cotation des options</i>	777
20.2. Le profil de gain à l'échéance d'une option	779
<i>Les flux associés à une position longue sur option</i>	780
<i>Les flux associés à une position courte sur option</i>	781
<i>Prise en compte du coût d'achat des options</i>	783
<i>La rentabilité d'une position optionnelle détenue jusqu'à échéance</i>	785
<i>Les stratégies optionnelles classiques</i>	786
20.3. La relation de parité call-put	790
20.4. Les déterminants du prix d'une option	793
<i>Prix d'exercice et prix du sous-jacent</i>	793
<i>Relations d'arbitrage sur les options</i>	794
<i>Date d'exercice</i>	794
<i>Volatilité</i>	795
20.5. Les options américaines : l'exercice anticipé	795
<i>Options sur actions ne versant pas de dividendes</i>	796
<i>Options sur actions versant des dividendes</i>	798
20.6. Options et finance d'entreprise	800
<i>Les capitaux propres vus comme un call</i>	800
<i>La dette vue comme un portefeuille d'options</i>	801
<i>Les Credit Default Swaps</i>	802
<i>L'évaluation de la dette risquée</i>	803
<i>Les conflits d'agence</i>	805
Résumé	806
Exercices	808
Étude de cas	812

Chapitre 21

L'évaluation des options 815

21.1. Le modèle binomial d'évaluation des options	816
<i>Le modèle à une période et deux états de la nature</i>	816

<i>La formule d'évaluation d'une option dans un modèle binomial</i>	818
<i>Le modèle à deux périodes</i>	820
<i>Améliorer le réalisme du modèle : le modèle multipériodique</i>	824
21.2. Le modèle d'évaluation d'options de Black et Scholes	825
<i>La formule de Black et Scholes</i>	825
<i>Le portefeuille de réplication</i>	835
21.3. Les probabilités risque-neutre	838
<i>Un modèle risque-neutre à deux états de la nature</i>	838
<i>Conséquences d'un monde risque-neutre</i>	839
<i>Évaluation des options dans un monde risque-neutre</i>	840
21.4. Rendement et risque d'une option	842
21.5. Évaluation des options et finance d'entreprise	845
<i>Le bêta d'une dette risquée</i>	845
<i>Coûts d'agence et dette</i>	847
Résumé	849
Exercices	851
Chapitre 22	
Les options réelles	855
22.1. Options réelles et options financières	856
22.2. Les arbres de décision	856
<i>Arbres de décision et aléas</i>	857
<i>Arbres de décision et options réelles</i>	858
<i>Résolution des arbres de décision</i>	859
22.3. L'option d'attente	860
<i>Un projet d'investissement vu comme un call</i>	860
<i>Les déterminants de la valeur de l'option d'attente</i>	863
<i>Option et risque de l'entreprise</i>	866
22.4. Les options de croissance et d'abandon	867
<i>Valoriser la croissance potentielle d'une entreprise</i>	867
<i>Les options de croissance</i>	869
<i>L'option d'abandon</i>	871
22.5. Analyse des projets d'investissement avec des durées différentes	874
22.6. Analyser des projets mutuellement dépendants	877
22.7. Ce qu'il faut retenir sur les options réelles	881
Résumé	882
Exercices	883
PARTIE VIII – Le financement à long terme de l'entreprise	889
Chapitre 23	
Le financement par actions	889
23.1. Le financement par actions des sociétés non cotées	889
<i>Quelles sources de financement pour une entreprise non cotée ?</i>	890

<i>L'ouverture du capital</i>	893
<i>Quelques clauses particulières</i>	895
<i>Comment sortir du capital d'une entreprise non cotée ?</i>	896
<i>Le cycle de vie d'une start-up</i>	897
23.2. L'introduction en Bourse	898
<i>Pourquoi s'introduire en Bourse ?</i>	899
<i>Le processus d'introduction en Bourse</i>	900
23.3. Les « énigmes » posées par les introductions en Bourse	908
<i>La sous-évaluation du prix d'introduction (décote de placement)</i>	908
<i>Les vagues d'introduction en Bourse</i>	911
<i>Le coût d'une introduction en Bourse</i>	913
<i>La sous-performance à long terme des entreprises récemment introduites</i>	914
23.4. Les augmentations de capital des entreprises cotées	915
<i>L'augmentation de capital simple</i>	915
<i>L'augmentation de capital avec DPS</i>	916
<i>Comment réagit le prix des actions lors d'une augmentation de capital ?</i>	918
<i>Les coûts associés à une augmentation de capital</i>	919
Résumé	920
Exercices	922
Étude de cas	925
Chapitre 24	
Le financement obligataire	927
24.1. Les obligations <i>corporate</i>	928
<i>Les caractéristiques des titres de dette</i>	928
<i>Le placement des obligations</i>	930
<i>Obligations au porteur et obligations nominatives</i>	931
<i>Obligations seniors et obligations juniors</i>	933
<i>Obligations domestiques, étrangères et internationales</i>	933
24.2. Titrisation et <i>Asset-Backed Securities</i>	934
24.3. Les obligations souveraines	936
<i>Caractéristiques des obligations émises par l'État français</i>	937
<i>Le placement des titres par l'Agence France Trésor</i>	938
24.4. Les clauses de sauvegarde (<i>covenants</i>)	941
24.5. Le remboursement d'un emprunt obligataire	942
<i>Obligations remboursables par séries ou annuités égales</i>	942
<i>Les obligations à clause de remboursement anticipé</i>	943
24.6. Les titres hybrides	947
<i>Les obligations convertibles (OC)</i>	947
<i>Les obligations remboursables en actions (ORA)</i>	949
<i>Les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA)</i>	949
Résumé	950
Exercices	952
Étude de cas	953

Chapitre 25

Le financement par crédit-bail	957
25.1. Qu'est-ce que le crédit-bail ?	957
<i>Définitions</i>	957
<i>Loyers et valeur résiduelle de l'actif</i>	959
<i>Crédit-bail ou achat à crédit ?</i>	960
<i>L'option d'achat en fin de crédit-bail</i>	962
25.2. Le traitement comptable des contrats de crédit-bail	963
25.3. L'évaluation d'un contrat de crédit-bail	967
<i>Les flux de trésorerie d'une opération de location simple</i>	967
<i>Louer ou acheter ? Une comparaison erronée</i>	968
<i>Louer ou acheter à crédit ? Une comparaison fondée</i>	969
<i>Le cas des contrats de location-financement</i>	972
25.4. Pourquoi le crédit-bail ?	972
<i>Des arguments convaincants en faveur du crédit-bail</i>	973
<i>Des arguments moins convaincants en faveur du crédit-bail</i>	975
Résumé	976
Exercices	978

PARTIE IX – Le financement à court terme de l'entreprise 981

Chapitre 26

La gestion du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie	981
26.1. Pourquoi les entreprises ont-elles un besoin en fonds de roulement ?	981
26.2. Le crédit commercial	984
<i>Vocabulaire</i>	984
<i>Crédit commercial et imperfections de marché</i>	985
26.3. La gestion des créances clients	987
<i>La détermination de la politique de crédit</i>	987
<i>Les indicateurs de gestion des créances clients</i>	987
26.4. La gestion des dettes fournisseurs	989
<i>Le délai de rotation des dettes fournisseurs</i>	989
<i>L'allongement des délais fournisseurs</i>	991
26.5. La gestion des stocks	992
<i>Pourquoi détenir des stocks ?</i>	992
<i>Le délai de rotation des stocks</i>	992
<i>Les coûts de stockage</i>	993
26.6. La gestion de la trésorerie	994
<i>Pourquoi détenir des disponibilités ?</i>	994
<i>Où placer la trésorerie ?</i>	994
Résumé	996
Exercices	998

Chapitre 27

La planification financière à court terme	1001
27.1. Prévoir les besoins financiers à court terme	1001
<i>La saisonnalité des ventes</i>	1003
<i>Les baisses non anticipées de flux de trésorerie</i>	1004
<i>Les augmentations non anticipées de flux de trésorerie</i>	1006
27.2. Le principe de correspondance emplois-ressources	1007
<i>Le BFR structurel</i>	1007
<i>Le BFR conjoncturel</i>	1007
<i>Quelle politique financière à court terme ?</i>	1008
27.3. Le financement à court terme par crédit bancaire	1009
<i>Le découvert bancaire</i>	1009
<i>La facilité de caisse</i>	1009
<i>Le crédit spot</i>	1010
<i>La ligne de crédit à court terme</i>	1010
<i>Le crédit relais</i>	1011
<i>Les crédits par signature</i>	1011
<i>Le coût d'un emprunt à court terme</i>	1011
27.4. Le financement à court terme sur le marché monétaire	1012
27.5. Les crédits de mobilisation	1013
<i>La mobilisation des créances clients</i>	1013
<i>La mobilisation des stocks</i>	1014
Résumé	1016
Exercices	1017

PARTIE X – Pour aller plus loin... 1019**Chapitre 28**

Les fusions-acquisitions	1019
28.1. Les fusions-acquisitions : une histoire de vagues	1019
28.2. La réaction du marché aux annonces de rachat	1022
28.3. Pourquoi acheter une entreprise ?	1023
<i>Réaliser des économies d'échelle et de gamme</i>	1024
<i>Réduire le pouvoir de marché des clients ou des fournisseurs</i>	1025
<i>Maîtriser une compétence spécifique</i>	1025
<i>Profiter d'une rente de monopole</i>	1026
<i>Améliorer la manière dont la cible est gérée</i>	1027
<i>Profiter d'économies d'impôt</i>	1028
<i>Tirer parti de la diversification des activités</i>	1029
<i>Accroître les bénéfices</i>	1029
<i>Servir les intérêts du dirigeant</i>	1031
28.4. Comment racheter une société cotée ?	1032
<i>Comment valoriser une cible ?</i>	1032
<i>L'achat en Bourse</i>	1033
<i>L'offre publique</i>	1034

<i>Les arbitrages de fusion</i>	1036
28.5. Comment se défendre contre une OPA hostile ?	1037
<i>Pourquoi refuser une offre d'achat ?</i>	1037
<i>Les défenses contre une OPA hostile</i>	1037
28.6. Qui profite de la valeur créée à l'occasion d'une fusion ?	1041
<i>Le problème du passager clandestin</i>	1042
<i>Pourquoi les fusions existent-elles ?</i>	1043
<i>Les opérations de LBO (Leveraged Buy-Out)</i>	1043
<i>L'effet de la concurrence</i>	1045
Résumé	1047
Exercices	1048

Chapitre 29

La gouvernance d'entreprise	1051
29.1. Gouvernance d'entreprise et coûts d'agence	1051
29.2. Le contrôle exercé par le Conseil d'administration	1053
<i>Qui sont les administrateurs ?</i>	1053
<i>L'indépendance du Conseil d'administration</i>	1054
<i>La taille du Conseil d'administration</i>	1056
29.3. Politique de rémunération	1057
<i>Incidations, actions gratuites et stock-options</i>	1057
<i>Rémunération et sensibilité aux performances de l'entreprise</i>	1057
29.4. Comment limiter le pouvoir d'un dirigeant ?	1060
<i>L'activisme actionnarial</i>	1061
<i>La menace d'une prise de contrôle</i>	1065
29.5. La réglementation	1065
<i>L'élaboration de codes de « bonne conduite »</i>	1066
<i>La loi sur les nouvelles régulations économiques</i>	1066
<i>La loi sur la sécurité financière</i>	1067
<i>La lutte contre les délits d'initié</i>	1068
<i>Et à l'étranger ?</i>	1069
29.6. La protection des actionnaires	1070
<i>L'existence de blocs de contrôle</i>	1071
<i>Les actions à droits de vote multiples</i>	1072
<i>Les pyramides</i>	1072
<i>Les participations croisées</i>	1074
29.7. Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?	1074
Résumé	1075
Exercices	1077

Chapitre 30

La gestion des risques	1079
30.1. L'assurance	1080
<i>Le contrat d'assurance</i>	1080
<i>La prime d'assurance en marché parfait</i>	1080

<i>Pourquoi s'assurer ?</i>	1082
<i>Les coûts de l'assurance</i>	1084
30.2. Le risque de variation de prix des matières premières	1086
<i>La couverture par intégration verticale ou stockage</i>	1087
<i>La couverture par des contrats d'approvisionnement de long terme</i>	1088
<i>La couverture par des contrats à terme (futures)</i>	1090
<i>Pourquoi se couvrir contre le risque de prix des matières premières ?</i>	1093
30.3. Le risque de change	1094
<i>Fluctuations des taux de change</i>	1094
<i>La couverture par le change à terme</i>	1096
<i>Stratégie de cash-and-carry et prix des forwards</i>	1098
<i>La couverture avec des options</i>	1102
30.4. Le risque de taux d'intérêt	1107
<i>Mesurer le risque de taux d'intérêt</i>	1107
<i>La couverture en duration</i>	1109
<i>La couverture par des swaps</i>	1113
Résumé	1117
Exercices	1120
Chapitre 31	
L'évaluation des projets internationaux	1125
31.1. L'évaluation de projets internationaux en marchés intégrés	1125
31.2. L'évaluation de flux exprimés en monnaie étrangère	1127
<i>La méthode du CMPC appliquée à des flux convertis en monnaie domestique</i>	1128
<i>Vérification à l'aide de la Loi du prix unique</i>	1130
<i>Projets internationaux et fiscalité</i>	1132
31.3. L'évaluation de projets internationaux en marchés cloisonnés	1132
<i>Distorsions microéconomiques</i>	1132
<i>Distorsions macroéconomiques</i>	1133
<i>Conséquences du cloisonnement des marchés financiers</i>	1134
31.4. La planification financière en cas de risque de change	1136
Résumé	1138
Exercices	1140
Étude de cas	1142
Index	1145