

Table des matières

Notations courantes	XXIII
Les auteurs	XXV
Avant-propos	XXVII
Remerciements	XXXI
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>	10
<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
Résumé	22
Exercices	23
Chapitre 2	
La lecture des états financiers	25
2.1. Principes et normes comptables	26
2.2. Le bilan	27
<i>L'actif du bilan</i>	28
<i>Le passif du bilan</i>	31
<i>Valeur comptable et valeur de marché des capitaux propres</i>	33
<i>La valeur de marché de l'actif économique</i>	35
<i>Le besoin en fonds de roulement</i>	36
2.3. Le compte de résultat	37

<i>La logique du compte de résultat</i>	37
<i>Du chiffre d'affaires au résultat net</i>	38
2.4. Le tableau des flux de trésorerie	41
<i>Les flux de trésorerie liés à l'activité</i>	43
<i>Les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement</i>	44
<i>Les flux de trésorerie liés aux opérations de financement</i>	44
2.5. L'analyse des états financiers	45
<i>Les ratios de profitabilité</i>	45
<i>Les ratios de liquidité</i>	46
<i>Les ratios de BFR</i>	47
<i>Le ratio de couverture des frais financiers</i>	48
<i>Les ratios de structure financière</i>	49
<i>Les ratios de valorisation</i>	49
<i>Les ratios de rentabilité (comptable)</i>	51
<i>L'identité de DuPont</i>	52
2.6. La qualité de l'information comptable	53
<i>Quelques affaires retentissantes</i>	54
<i>La réaction des pouvoirs publics</i>	57
Résumé	58
Exercices	60
Étude de cas	63

Chapitre 3

Arbitrage et décisions financières	65
3.1. Valoriser un projet	66
<i>Prix de marché et valeur d'un projet</i>	66
<i>Que faire en l'absence de prix de marché ?</i>	67
3.2. Taux d'intérêt et valeur temps de l'argent	67
<i>La valeur temps de l'argent</i>	67
<i>Le taux d'intérêt : un taux de change intertemporel</i>	68
<i>Valeur actuelle et valeur future</i>	69
3.3. La valeur actuelle nette	70
<i>Accepter ou rejeter un projet</i>	70
<i>Comparer des projets</i>	71
3.4. Arbitrage et Loi du prix unique	73
3.5. Absence d'opportunité d'arbitrage et prix des actifs	75
<i>Évaluer un actif avec la Loi du prix unique</i>	75
<i>Le théorème de séparation</i>	79
<i>Évaluer un portefeuille d'actifs</i>	80
3.6. Le prix du risque	82
<i>Aversion au risque et prime de risque</i>	82
<i>Le prix de non-arbitrage d'un actif risqué</i>	83
<i>La prime de risque dépend du niveau de risque</i>	83
<i>Le risque d'un actif est lié au risque de marché</i>	84
<i>Risque, rentabilité et prix de marché</i>	85

3.7. Arbitrage avec coûts de transaction	86
Résumé	88
Exercices	90

PARTIE II – Temps, argent et taux d'intérêt..... 95

Chapitre 4

La valeur temps de l'argent..... 95

4.1. L'échéancier	95
4.2. Les trois règles du « voyage dans le temps »	97
<i>Règle 1 : comparer les flux</i>	97
<i>Règle 2 : transposer des flux dans le futur</i>	97
<i>Règle 3 : transposer des flux dans le passé</i>	100
<i>Application des règles du « voyage dans le temps »</i>	101
4.3. Valeur actuelle et future d'une séquence de flux	103
4.4. La valeur actuelle nette d'une séquence de flux	106
4.5. Rentes perpétuelles, annuités et autres cas particuliers	107
<i>Les rentes perpétuelles</i>	108
<i>Les annuités constantes</i>	111
<i>Les rentes perpétuelles croissantes</i>	114
<i>Les annuités croissantes</i>	116
4.6. L'utilisation d'un tableur	118
4.7. Flux infra-annuels	120
4.8. Calculer les montants à payer	121
4.9. Calculer le taux de rentabilité interne	123
4.10. Calculer le nombre de périodes	128
Résumé	129
Exercices	132
Étude de cas	137

Chapitre 5

Les taux d'intérêt..... 139

5.1. Cotation et calcul des taux d'intérêt	139
<i>Le taux annuel effectif</i>	139
<i>Le taux équivalent</i>	140
<i>Taux annuel proportionnel et taux période</i>	141
<i>Le taux annuel effectif global</i>	144
<i>Intérêts précomptés et intérêts postcomptés</i>	145
<i>Taux d'intérêt brut et net</i>	146
5.2. Modalités de remboursement d'un emprunt	148
<i>Remboursement par annuités constantes</i>	148
<i>Remboursement par fractions constantes du capital</i>	150
<i>Autres modalités de remboursement</i>	151

5.3. Les déterminants des taux d'intérêt	154
<i>Inflation et taux d'intérêt réel</i>	154
<i>Investissement et taux d'intérêt</i>	155
<i>La courbe des taux</i>	157
<i>Risque et taux d'intérêt</i>	161
5.4. Le coût d'opportunité du capital	163
Résumé	163
Annexe – Capitalisation continue des intérêts	165
<i>Taux annuel effectif et taux annuel proportionnel avec capitalisation continue des intérêts</i>	165
<i>Flux continus</i>	165
Exercices	167
Chapitre 6	
L'évaluation des obligations	173
6.1. Flux monétaires, prix et rentabilité des obligations	173
<i>Caractéristiques générales des obligations</i>	173
<i>Obligations zéro-coupon</i>	174
<i>Obligations couponnées</i>	177
6.2. Dynamique du prix des obligations	180
<i>Pair et cotation des obligations</i>	180
<i>L'effet du temps sur le prix des obligations</i>	181
<i>Variations des taux d'intérêt et prix des obligations</i>	185
6.3. Courbe des taux et arbitrage obligataire	188
<i>La réplication d'une obligation couponnée</i>	188
<i>L'évaluation d'une obligation couponnée à partir de la rentabilité à l'échéance de zéro-coupon</i>	189
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations couponnées</i>	190
<i>La courbe des taux en pratique</i>	191
6.4. Les obligations privées	193
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations privées</i>	194
<i>La notation des obligations</i>	196
<i>La courbe des taux corporate</i>	197
6.5. Les obligations souveraines	200
Résumé	203
Annexe – Taux d'intérêt à terme	205
<i>Le calcul des taux d'intérêt à terme</i>	205
<i>Le calcul de la rentabilité à l'échéance à partir des taux à terme</i>	207
<i>Taux d'intérêt à terme et taux d'intérêt comptant futur</i>	207
Exercices	209
Étude de cas	214

PARTIE III – Évaluer les projets et les entreprises 217

Chapitre 7

Règles de décision d'investissement 217

7.1. La valeur actuelle nette	217
<i>Appliquer la règle de la VAN</i>	217
<i>Profil de VAN et TRI</i>	218
<i>La VAN face aux autres critères</i>	219
7.2. Le taux de rentabilité interne	220
<i>La règle du TRI</i>	220
<i>Écueil n° 1 : les gains précèdent parfois les pertes</i>	221
<i>Écueil n° 2 : il peut exister plusieurs TRI</i>	222
<i>Écueil n° 3 : il peut n'exister aucun TRI</i>	224
7.3. Le délai de récupération	226
7.4. Choisir entre plusieurs projets	229
<i>La règle de la VAN en cas de projets mutuellement exclusifs</i>	229
<i>La règle du TRI face à des projets mutuellement exclusifs</i>	230
<i>Le TRI différentiel</i>	232
7.5. Choix d'investissement sous contraintes de ressources	234
<i>Évaluation de projets et optimisation des ressources</i>	235
<i>L'indice de profitabilité</i>	235
<i>Les limites de l'indice de profitabilité</i>	237
Résumé	237
Exercices	238
Étude de cas	243

Chapitre 8

La planification financière 245

8.1. Estimer le résultat net d'un projet	245
<i>Estimation des coûts et des bénéfices</i>	246
<i>Prévision du résultat net du projet</i>	246
<i>Prise en compte des effets indirects</i>	249
<i>Prise en compte des coûts irrécupérables</i>	251
<i>En pratique...</i>	252
8.2. Déterminer les flux de trésorerie disponibles et la VAN d'un projet	253
<i>Le passage du résultat net aux flux de trésorerie disponibles</i>	253
<i>Le calcul direct des flux de trésorerie disponibles</i>	256
<i>Le calcul de la VAN</i>	257
8.3. Choisir entre différents projets	259
<i>Faire ou faire faire ?</i>	259
<i>Comparaison des flux de trésorerie disponibles</i>	260
8.4. Quelques problèmes supplémentaires... ..	260

8.5. Analyser un projet	265
<i>Analyse de point mort (break-even analysis)</i>	265
<i>Analyse de sensibilité</i>	266
<i>Analyse de scénario</i>	268
Résumé	272
Exercices	274
Étude de cas	280

Chapitre 9

L'évaluation des actions	283
9.1. Le modèle d'actualisation des dividendes	284
<i>Un placement à un an</i>	284
<i>Rendement, gain en capital et rentabilité</i>	285
<i>Un placement sur plusieurs périodes</i>	288
<i>Le modèle d'actualisation des dividendes</i>	288
9.2. Application du modèle d'actualisation des dividendes	289
<i>Dividendes croissants à taux constant : le modèle de Gordon-Shapiro</i>	289
<i>Dividende versus croissance</i>	291
<i>Dividendes croissants à taux variable</i>	294
<i>Les limites du modèle d'actualisation des dividendes</i>	296
9.3. Deux modèles alternatifs d'évaluation actuarielle	297
<i>Le modèle d'actualisation des dividendes augmenté</i>	297
<i>Le modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou modèle DCF</i> <i>(Discounted Cash Flows)</i>	299
9.4. L'évaluation des actions par la méthode des comparables	303
<i>Les multiples</i>	303
<i>Les limites des multiples</i>	306
<i>Comparaison avec les méthodes actuarielles</i>	306
<i>Pour résumer : l'évaluation des actions</i>	307
9.5. Information, concurrence et prix des actions	309
<i>L'information contenue dans les cours boursiers</i>	309
<i>Concurrence et marchés efficients</i>	310
<i>Conséquences de l'hypothèse d'efficience des marchés</i>	313
<i>L'hypothèse d'efficience des marchés et l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	314
Résumé	315
Exercices	318
Étude de cas	323

PARTIE IV – Risque et rentabilité

Chapitre 10

Marchés financiers et mesure des risques	325
10.1. Risque et rentabilité : un premier aperçu historique	325
10.2. Mesures traditionnelles du risque et de la rentabilité	329
<i>Densité de probabilité</i>	329

<i>Rentabilité espérée</i>	331
<i>Variance et écart-type</i>	331
10.3. Rentabilité historique des actifs financiers	333
<i>Rentabilités historiques</i>	333
<i>Rentabilité annuelle moyenne</i>	336
<i>Variance et volatilité des rentabilités</i>	338
<i>Rentabilités historiques et rentabilités futures : l'erreur d'estimation</i>	339
10.4. L'arbitrage entre risque et rentabilité	343
<i>Rentabilité des portefeuilles diversifiés</i>	343
<i>Rentabilité des titres individuels</i>	344
10.5. Risque commun et risque individuel	346
<i>Assurances contre les risques naturels et de vol : un exemple</i>	346
<i>Le rôle de la diversification</i>	347
10.6. Diversification d'un portefeuille d'actions	349
<i>Risque spécifique et risque systématique</i>	349
<i>Absence d'opportunités d'arbitrage et prime de risque</i>	352
10.7. Mesurer le risque systématique	356
<i>Identifier le risque systématique : le portefeuille de marché</i>	357
<i>Sensibilité au risque systématique : le bêta</i>	357
10.8. Bêta et coût du capital	360
<i>Estimer la prime de risque</i>	360
<i>Le modèle d'évaluation des actifs financiers</i>	362
Résumé	364
Exercices	367
Étude de cas	372

Chapitre 11

Choix optimal de portefeuille et modèle d'évaluation des actifs financiers	375
11.1. L'espérance de rentabilité d'un portefeuille	375
11.2. La volatilité d'un portefeuille composé de deux actions	377
<i>Combiner les risques</i>	377
<i>Calcul de la covariance et de la corrélation</i>	378
<i>Calcul de la variance et de l'écart-type d'un portefeuille</i>	382
11.3. La volatilité d'un portefeuille composé de N actions	384
<i>Diversification d'un portefeuille équilibré composé de N actions</i>	385
<i>Diversification d'un portefeuille quelconque</i>	387
11.4. Arbitrage rentabilité-risque : le choix d'un portefeuille efficient	388
<i>Les portefeuilles efficients composés de deux actions</i>	388
<i>L'effet de la corrélation</i>	391
<i>Prise en compte des ventes à découvert</i>	392
<i>Les portefeuilles efficients composés de nombreuses actions</i>	394
11.5. Prise en compte de l'actif sans risque	400
<i>L'actif sans risque</i>	400
<i>L'achat d'actions avec effet de levier</i>	401
<i>Identification du portefeuille tangent</i>	402

11.6. Portefeuille efficient et coût du capital	405
<i>Améliorer la performance d'un portefeuille : le bêta et la rentabilité exigée</i>	405
<i>Rentabilités espérées et portefeuille efficient</i>	407
11.7. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)	409
<i>Les hypothèses du MEDAF</i>	409
<i>Offre, demande et efficacité du portefeuille de marché</i>	410
<i>Composition d'un portefeuille optimal : la droite de marché</i>	411
11.8. Déterminer la prime de risque	412
<i>Risque de marché et bêta</i>	412
<i>La droite du MEDAF, ou Security Market Line (SML)</i>	415
<i>Le bêta d'un portefeuille</i>	417
<i>Que retenir du MEDAF ?</i>	418
Résumé	420
Annexe – Le MEDAF avec des taux d'intérêt prêteur et emprunteur	423
<i>La frontière efficiente avec des taux, prêteur et emprunteur, différents</i>	423
Exercices	426
Étude de cas	434

Chapitre 12

Estimer le coût du capital	437
12.1. Le coût des capitaux propres	437
12.2. Le portefeuille de marché	438
<i>Construction du portefeuille de marché</i>	439
<i>Indices de marché</i>	439
<i>La prime de risque de marché</i>	443
12.3. L'estimation du bêta	446
<i>Estimation du bêta à partir de données historiques</i>	446
<i>Identification de la droite des moindres carrés</i>	448
<i>Réaliser une régression linéaire</i>	449
12.4. Le coût de la dette	451
<i>Rentabilité à l'échéance et rentabilité espérée</i>	451
<i>Bêtas de la dette</i>	453
12.5. Le coût du capital d'un projet	454
<i>Les comparables financés uniquement par capitaux propres</i>	455
<i>Les comparables endettés</i>	455
<i>Le coût du capital à endettement nul</i>	456
<i>Bêtas des capitaux propres sectoriels</i>	459
12.6. Prises en compte du risque spécifique au projet et de son mode de financement	461
<i>Les différences en termes de risque</i>	461
<i>Modes de financement et coût moyen pondéré du capital</i>	463
12.7. Conclusion sur l'utilisation du MEDAF	466
Résumé	468

Annexe – Les aspects pratiques liés à la prévision du bêta	470
<i>L'horizon temporel</i>	470
<i>Le portefeuille représentatif du marché</i>	471
<i>Stabilité des bêtas et extrapolation</i>	471
<i>Valeurs aberrantes</i>	472
<i>Autres considérations</i>	474
Étude de cas	474
Exercices	476
Étude de cas	481
Chapitre 13	
Comportement des investisseurs et efficience des marchés financiers	483
13.1. Concurrence sur les marchés de capitaux	483
<i>L'alpha d'une action</i>	484
<i>Comment profiter des actions à alphas non nuls</i>	485
13.2. Informations et anticipations rationnelles	486
<i>Investisseurs informés contre investisseurs non informés</i>	486
<i>Anticipations rationnelles</i>	487
13.3. Le comportement des investisseurs individuels	488
<i>Sous-diversification et biais de portefeuille</i>	488
<i>Excès de confiance et agressivité</i>	489
<i>Comportement des investisseurs individuels et prix des titres</i>	493
13.4. Quelques biais systématiques	494
<i>Conserver trop longtemps les titres perdants et l'effet de disposition</i>	494
<i>Attention des investisseurs, humeur et expérience</i>	495
<i>Comportement moutonnier</i>	496
<i>Les conséquences de ces biais comportementaux</i>	497
13.5. L'efficience du portefeuille de marché	497
<i>Effectuer des transactions sur la base d'annonces ou de recommandations</i>	497
<i>La performance des gestionnaires de fonds</i>	500
<i>Les gagnants et les perdants</i>	503
13.6. Les anomalies de marché et le débat sur l'efficience	504
<i>Effet taille</i>	504
<i>Momentum</i>	508
<i>Les conséquences de l'existence d'alpha positif</i>	509
13.7. Les modèles multifactoriels d'évaluation des actifs financiers	512
<i>Les portefeuilles de facteurs</i>	513
<i>Sélection des portefeuilles de facteurs</i>	514
<i>Spécification à la Fama-French-Carhart et coût du capital</i>	515
13.8. Méthodes utilisées en pratique	517
Résumé	518
Annexe – Construire un modèle multifactoriel	520
Exercices	522

PARTIE V – Structure financière et valeur de l'entreprise	529
Chapitre 14	
La structure financière en marchés parfaits	529
14.1. Capitaux propres ou dette ?	529
<i>Le cas d'un financement exclusif par capitaux propres</i>	530
<i>Le cas d'un financement mixte : capitaux propres et dette</i>	531
<i>L'effet de l'endettement sur le risque et la rentabilité</i>	532
14.2. Modigliani-Miller, acte 1 : dette, arbitrage et valeur de l'entreprise	534
<i>Modigliani-Miller et la Loi du prix unique</i>	534
<i>Le levier synthétique</i>	535
<i>Le bilan en valeur de marché</i>	537
<i>Un exemple : le rachat d'actions par endettement</i>	539
14.3. Modigliani-Miller, acte 2 : dette, risque et coût du capital	540
<i>Dette et coût des capitaux propres</i>	540
<i>Choix d'investissement et coût moyen pondéré du capital</i>	542
<i>Calcul du CMPC avec plusieurs classes de titres</i>	545
<i>Endettement et bêta</i>	546
<i>Trésorerie et dette nette</i>	547
14.4. Structure financière : attention aux illusions !	548
<i>Endettement et bénéfice par action</i>	548
<i>Augmentation de capital et dilution</i>	552
14.5. Au-delà des propositions de Modigliani-Miller	552
Résumé	554
Exercices	556
Étude de cas	561
Chapitre 15	
Structure financière et fiscalité	563
15.1. La déductibilité fiscale des intérêts	564
15.2. Valeur des économies d'impôt permises par la dette	566
<i>Déductibilité des intérêts et valeur de l'entreprise</i>	566
<i>Économies d'impôt avec dette stable</i>	568
<i>Coût moyen pondéré du capital en présence d'impôts</i>	569
<i>Économies d'impôt avec un taux d'endettement cible</i>	571
15.3. Modification de la structure financière et économies d'impôt	572
<i>Étape 1 : hausse de l'endettement</i>	573
<i>Étape 2 : rachat d'actions</i>	573
<i>Étape 3 : évaluation en l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	574
<i>Synthèse : une approche par le bilan en valeur de marché</i>	574
15.4. La fiscalité des investisseurs	575
<i>Impôts sur les dividendes, les plus-values et les intérêts</i>	576
<i>Les économies d'impôt avec fiscalité des investisseurs</i>	579
<i>Estimation du gain fiscal effectif lié à l'endettement</i>	580
15.5. Structure financière optimale en présence d'impôts	581

<i>Les entreprises préfèrent-elles l'endettement ?</i>	581
<i>Quelles sont les limites à l'endettement ?</i>	583
<i>Croissance et dette</i>	586
<i>Les autres possibilités pour réduire l'impôt sur les sociétés</i>	586
<i>L'énigme de la faiblesse du taux d'endettement</i>	587
Résumé	589
Exercices	590
Étude de cas	594

Chapitre 16

Faillite, incitations et information	595
16.1. La faillite en marché parfait	596
<i>Dette et risque de faillite</i>	596
<i>Structure financière et valeur de l'entreprise</i>	598
16.2. Le coût des difficultés financières	598
<i>Le processus de faillite</i>	599
<i>Les coûts directs</i>	602
<i>Les coûts indirects</i>	604
16.3. Le coût des difficultés financières réduit la valeur de l'entreprise	606
<i>Les conséquences du coût des difficultés financières</i>	607
<i>Qui supporte effectivement le coût des difficultés financières ?</i>	609
16.4. La théorie du compromis : existe-t-il une structure financière optimale ?	610
<i>La valeur actuelle du coût des difficultés financières</i>	610
<i>L'endettement optimal</i>	611
16.5. Tirer profit des créanciers : les coûts d'agence de la dette	613
<i>Prise de risque excessive et substitution d'actifs</i>	614
<i>Surendettement et sous-investissement</i>	615
<i>Qui supporte les coûts d'agence ?</i>	617
<i>L'effet de cliquet de l'endettement</i>	619
<i>Comment limiter les coûts d'agence de la dette ?</i>	620
16.6. Inciter les dirigeants : les gains d'agence de la dette	621
<i>Éviter la dilution de l'actionariat</i>	622
<i>Éviter les investissements destructeurs de valeur</i>	622
<i>Accroître le pouvoir de négociation de l'entreprise</i>	624
16.7. Les incitations liées à l'endettement : coûts et bénéfices d'agence	625
<i>L'endettement optimal</i>	626
<i>En pratique...</i>	626
16.8. Asymétries d'information et structure financière	627
<i>La dette : un signal crédible ?</i>	627
<i>Émission d'actions et sélection adverse</i>	629
<i>Conséquences sur les émissions d'actions</i>	632
<i>Conséquences sur la structure financière</i>	634
16.9. Choisir sa structure financière : une synthèse	636
Résumé	637
Exercices	639

Chapitre 17

La politique de distribution	647
17.1. Les modalités de rémunération des actionnaires	647
<i>Le versement de 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

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>	696
18.3. La méthode de la VAN ajustée (VANA)	698

<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>	704
18.5. Risque d'un projet et risque de l'entreprise	706
<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>	707
<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>	711
<i>Politique 2 : niveau de dette déterminé à l'avance</i>	713
<i>Comparaison des méthodes</i>	714
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>	721
<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	729
<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	741

Chapitre 19

L'évaluation d'une entreprise : cas pratique

19.1. Une évaluation par la méthode des comparables	743
19.2. Les hypothèses du business plan	746
<i>La prévision de l'activité</i>	746
<i>L'augmentation des capacités de production</i>	747
<i>L'amélioration du besoin en fonds de roulement</i>	747
<i>La restructuration du passif</i>	748
19.3. La construction du business plan	749
<i>Prévision des résultats nets de Sport 3000</i>	749
<i>Prévision du besoin en fonds de roulement</i>	750
<i>Prévision de la trésorerie de précaution</i>	751
<i>Calcul des flux de trésorerie disponibles</i>	752

<i>Bilan et tableau des flux de trésorerie prévisionnels</i>	754
19.4. L'estimation du coût du capital du projet	756
<i>Le coût des capitaux propres des entreprises comparables</i>	757
<i>Le bêta à endettement nul des entreprises comparables</i>	757
<i>Le coût du capital à endettement nul de Sport 3000</i>	758
19.5. La décision financière	759
<i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des multiples</i>	759
<i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés</i>	760
<i>Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée</i>	763
<i>Test de vraisemblance</i>	764
<i>TRI de l'achat de Sport 3000</i>	764
19.6. L'analyse de sensibilité	766
Résumé	767
Annexe – Incitations et rémunération des dirigeants	768
Exercices	770

PARTIE VII – Options et finance d'entreprise 773

Chapitre 20

Les options 773

20.1. Qu'est-ce qu'une option ?	774
<i>Vocabulaire</i>	774
<i>La cotation des options</i>	775
20.2. Le profil de gain à l'échéance d'une option	778
<i>Les flux associés à une position longue sur option</i>	778
<i>Les flux associés à une position courte sur option</i>	779
<i>Prise en compte du coût d'achat des options</i>	781
<i>La rentabilité d'une position optionnelle détenue jusqu'à échéance</i>	783
<i>Les stratégies optionnelles classiques</i>	784
20.3. La relation de parité call-put	788
20.4. Les déterminants du prix d'une option	790
<i>Prix d'exercice et prix du sous-jacent</i>	791
<i>Relations d'arbitrage sur les options</i>	791
<i>Date d'exercice</i>	792
<i>Volatilité</i>	792
20.5. Les options de type américain : l'exercice avant échéance	793
<i>Options sur actions ne versant pas de dividendes</i>	793
<i>Options sur actions versant des dividendes</i>	795
20.6. Options et finance d'entreprise	797
<i>Les capitaux propres vus comme un call</i>	797
<i>La dette vue comme un portefeuille d'options</i>	798
<i>Les Credit Default Swaps</i>	799
<i>L'évaluation de la dette risquée</i>	800
<i>Les conflits d'agence</i>	802
Résumé	803

Exercices	805
Étude de cas	809

Chapitre 21

L'évaluation des options	811
21.1. Le modèle binomial d'évaluation des options	812
<i>Le modèle à une période et deux états de la nature</i>	812
<i>La formule d'évaluation d'une option dans un modèle binomial</i>	814
<i>Le modèle à deux périodes</i>	816
<i>Améliorer le réalisme du modèle : le modèle multipériodique</i>	820
21.2. Le modèle d'évaluation d'options de Black et Scholes	821
<i>La formule de Black et Scholes</i>	821
<i>Le portefeuille de réplication</i>	831
21.3. Les probabilités risque-neutre	835
<i>Un modèle risque-neutre à deux états de la nature</i>	835
<i>Conséquences d'un monde risque-neutre</i>	836
<i>Évaluation des options dans un monde risque-neutre</i>	837
21.4. Rendement et risque d'une option	839
21.5. Évaluation des options et finance d'entreprise	841
<i>Le bêta d'une dette risquée</i>	841
<i>Coûts d'agence et dette</i>	844
Résumé	846
Exercices	848

Chapitre 22

Les options réelles	853
22.1. Options réelles et options financières	854
22.2. Les arbres de décision	854
<i>Arbres de décision et aléas</i>	855
<i>Arbres de décision et options réelles</i>	856
22.3. L'option d'attente	857
<i>Un projet d'investissement vu comme un call</i>	857
<i>Les déterminants de la valeur de l'option d'attente</i>	861
<i>Option et risque de l'entreprise</i>	863
22.4. Les options de croissance et d'abandon	864
<i>Valoriser la croissance potentielle d'une entreprise</i>	864
<i>Les options de croissance</i>	867
<i>L'option d'abandon</i>	868
22.5. Options réelles et projets complexes	871
<i>Comparer des projets d'investissement mutuellement exclusifs de durées de vie inégales</i> ...	871
<i>Analyser des projets mutuellement dépendants</i>	875
22.6. Ce qu'il faut retenir sur les options réelles	878
Résumé	879
Exercices	880

PARTIE VIII – Le financement à long terme de l'entreprise	885
Chapitre 23	
Le financement par actions	885
23.1. Le financement par actions des sociétés non cotées	885
<i>Quelles sources de financement pour une entreprise non cotée ?</i>	886
<i>L'ouverture du capital</i>	889
<i>Comment sortir du capital d'une entreprise non cotée ?</i>	891
23.2. L'introduction en Bourse	891
<i>Pourquoi s'introduire en Bourse ?</i>	891
<i>Le processus d'introduction en Bourse</i>	892
23.3. Les « énigmes » posées par les introductions en Bourse	900
<i>La sous-évaluation du prix d'introduction (décote de placement)</i>	900
<i>Les vagues d'introduction en Bourse</i>	903
<i>Le coût d'une introduction en Bourse</i>	905
<i>La sous-performance à long terme des entreprises récemment introduites</i>	906
23.4. Les augmentations de capital des entreprises cotées	907
<i>L'augmentation de capital simple</i>	907
<i>L'augmentation de capital avec DPS</i>	908
<i>Comment réagit le prix des actions lors d'une augmentation de capital ?</i>	910
<i>Les coûts associés à une augmentation de capital</i>	911
Résumé	912
Exercices	914
Étude de cas	916
Chapitre 24	
Le financement obligataire	919
24.1. Les obligations privées	920
<i>Les caractéristiques des titres de dette</i>	920
<i>Le placement des obligations privées</i>	922
<i>Obligations au porteur et obligations nominatives</i>	923
<i>Obligations seniors et obligations juniors</i>	925
<i>Obligations domestiques, étrangères et internationales</i>	925
24.2. Titrisation et Asset-Backed Securities	926
24.3. Les obligations souveraines	928
<i>Caractéristiques des obligations émises par l'État français</i>	929
<i>Les autres emprunteurs publics en France</i>	930
<i>Le placement des titres par l'Agence France Trésor</i>	930
24.4. Les clauses de sauvegarde (covenants)	933
24.5. Le remboursement d'un emprunt obligataire	934
<i>Obligations remboursables par séries ou annuités égales</i>	934
<i>Les obligations à clause de remboursement anticipé</i>	935
24.6. Les titres hybrides	939
<i>Les obligations convertibles (OC)</i>	939
<i>Les obligations remboursables en actions (ORA)</i>	941
<i>Les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA)</i>	941

Résumé	942
Exercices	944
Étude de cas	945

Chapitre 25

Le financement par crédit-bail	947
25.1. Qu'est-ce que le crédit-bail ?	947
<i>Définitions</i>	947
<i>Loyers et valeur résiduelle de l'actif</i>	949
<i>Crédit-bail ou achat à crédit ?</i>	950
<i>L'option d'achat en fin de crédit-bail</i>	952
25.2. Le traitement comptable des contrats de crédit-bail	953
25.3. L'évaluation d'un contrat de crédit-bail	957
<i>Les flux de trésorerie d'une opération de location simple</i>	957
<i>Louer ou acheter ? Une comparaison erronée</i>	958
<i>Louer ou acheter à crédit ? Une comparaison fondée</i>	959
<i>Le cas des contrats de location-financement</i>	962
25.4. Pourquoi le crédit-bail ?	962
<i>Des arguments convaincants en faveur du crédit-bail</i>	963
<i>Des arguments moins convaincants en faveur du crédit-bail</i>	965
Résumé	966
Exercices	968

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

Chapitre 26

La gestion du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie	971
26.1. Pourquoi les entreprises ont-elles un besoin en fonds de roulement ?	971
26.2. Le crédit commercial	974
<i>Vocabulaire</i>	974
<i>Crédit commercial et imperfections de marché</i>	975
26.3. La gestion des créances clients	977
<i>La détermination de la politique de crédit</i>	977
<i>Les indicateurs de gestion des créances clients</i>	977
26.4. La gestion des dettes fournisseurs	979
<i>Le délai de rotation des dettes fournisseurs</i>	979
<i>L'allongement des délais fournisseurs</i>	981
26.5. La gestion des stocks	982
<i>Pourquoi détenir des stocks ?</i>	982
<i>Le délai de rotation des stocks</i>	982
<i>Les coûts de stockage</i>	983
26.6. La gestion de la trésorerie	984
<i>Pourquoi détenir des disponibilités ?</i>	984
<i>Où placer la trésorerie ?</i>	984

Résumé	986
Exercices	988

Chapitre 27

La planification financière à court terme	991
27.1. Prévoir les besoins financiers à court terme	991
<i>La saisonnalité des ventes</i>	993
<i>Les baisses non anticipées de flux de trésorerie</i>	994
<i>Les augmentations non anticipées de flux de trésorerie</i>	996
27.2. Le principe de correspondance emplois-ressources	997
<i>Le BFR structurel</i>	997
<i>Le BFR conjoncturel</i>	997
<i>Quelle politique financière à court terme ?</i>	998
27.3. Le financement à court terme par crédit bancaire	999
<i>Le découvert bancaire</i>	999
<i>La facilité de caisse</i>	999
<i>Le crédit spot</i>	1000
<i>La ligne de crédit à court terme</i>	1000
<i>Le crédit relais</i>	1001
<i>Les crédits par signature</i>	1001
<i>Le coût d'un emprunt à court terme</i>	1001
27.4. Le financement à court terme sur le marché monétaire	1002
27.5. Les crédits de mobilisation	1003
<i>La mobilisation des créances clients</i>	1003
<i>La mobilisation des stocks</i>	1004
Résumé	1006
Exercices	1007

PARTIE X – Pour aller plus loin... 1009

Chapitre 28

Les fusions-acquisitions	1009
28.1. Les fusions-acquisitions : une histoire de vagues	1009
28.2. La réaction du marché aux annonces de rachat	1012
28.3. Pourquoi acheter une entreprise ?	1013
<i>Réaliser des économies d'échelle et de gamme</i>	1014
<i>Réduire le pouvoir de marché des clients ou des fournisseurs</i>	1015
<i>Maîtriser une compétence spécifique</i>	1015
<i>Profiter d'une rente de monopole</i>	1016
<i>Améliorer la manière dont la cible est gérée</i>	1017
<i>Profiter d'économies d'impôt</i>	1018
<i>Tirer parti de la diversification des activités</i>	1019
<i>Accroître les bénéfices</i>	1019
<i>Servir les intérêts du dirigeant</i>	1021

28.4. Comment racheter une société cotée ?	1022
<i>Comment valoriser une cible ?</i>	1022
<i>L'achat en Bourse</i>	1023
<i>L'offre publique</i>	1024
<i>Les arbitrages de fusion</i>	1026
28.5. Comment se défendre contre une OPA hostile ?	1027
<i>Pourquoi refuser une offre d'achat ?</i>	1027
<i>Les défenses contre une OPA hostile</i>	1027
28.6. Qui profite de la valeur créée à l'occasion d'une fusion ?	1031
<i>Le problème du passager clandestin</i>	1032
<i>Pourquoi les fusions existent-elles ?</i>	1033
<i>Les opérations de LBO (Leveraged Buy-Out)</i>	1033
<i>L'effet de la concurrence</i>	1035
Résumé	1037
Exercices	1038

Chapitre 29

La gouvernance d'entreprise	1041
29.1. Gouvernance d'entreprise et coûts d'agence	1041
29.2. Le contrôle exercé par le Conseil d'administration	1043
<i>Qui sont les administrateurs ?</i>	1043
<i>L'indépendance du Conseil d'administration</i>	1044
<i>La taille du Conseil d'administration</i>	1046
29.3. Politique de rémunération	1047
<i>Incentives, actions gratuites et stock-options</i>	1047
<i>Rémunération et sensibilité aux performances de l'entreprise</i>	1047
29.4. Comment limiter le pouvoir d'un dirigeant ?	1050
<i>L'activisme actionnarial</i>	1051
<i>La menace d'une prise de contrôle</i>	1055
29.5. La réglementation	1055
<i>L'élaboration de codes de « bonne conduite »</i>	1056
<i>La loi sur les nouvelles régulations économiques</i>	1056
<i>La loi sur la sécurité financière</i>	1057
<i>La lutte contre les délits d'initié</i>	1058
<i>Et à l'étranger ?</i>	1059
29.6. La protection des actionnaires	1060
<i>L'existence de blocs de contrôle</i>	1061
<i>Les actions à droits de vote multiples</i>	1062
<i>Les pyramides</i>	1062
<i>Les participations croisées</i>	1064
29.7. Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?	1064
Résumé	1065
Exercices	1067

Chapitre 30

Gestion des risques	1069
30.1. L'assurance	1070
<i>Un exemple</i>	1070
<i>La prime d'assurance en marché parfait</i>	1072
<i>Les gains liés à la souscription d'une police d'assurance</i>	1074
<i>Les coûts de l'assurance</i>	1076
<i>Pourquoi s'assurer ?</i>	1078
30.2. Le risque de variation de prix des matières premières	1078
<i>Couverture par intégration verticale ou stockage</i>	1079
<i>Couverture grâce à des contrats d'approvisionnement de long terme</i>	1080
<i>Couverture par des contrats à terme (futures)</i>	1082
30.3. Le risque de change	1086
<i>Fluctuations des taux de change</i>	1086
<i>Couverture par le change à terme</i>	1088
<i>Stratégie de cash-and-carry et prix des forwards</i>	1090
<i>Couverture avec des options</i>	1094
30.4. Le risque de taux d'intérêt	1100
<i>Mesurer le risque de taux d'intérêt</i>	1100
<i>Couverture en duration</i>	1102
<i>Couverture par des swaps</i>	1106
Résumé	1110
Exercices	1113
Index	1119