

# Table des matières

|  |        |
|--|--------|
| <b>Notations courantes</b> .....           | XXXI   |
| <b>Préface à l'édition française</b> ..... | XXXIII |
| <b>Les auteurs</b> .....                   | XXXV   |
| <b>Avant-propos</b> .....                  | XXXVII |
| <b>Remerciements</b> .....                 | XLIII  |

## Partie I

|                           |   |
|---------------------------|---|
| <b>Introduction</b> ..... | 1 |
|---------------------------|---|

## Chapitre 1

|   |    |
|---|----|
| <b>L'entreprise et la Bourse</b> .....                          | 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> .....                      | 10 |
| <i>Éthique et conflit d'intérêt</i> .....                       | 11 |
| <i>La faillite d'une entreprise</i> .....                       | 12 |
| 1.3. Les marchés boursiers .....                                | 13 |
| <i>Les principales places boursières mondiales</i> .....        | 15 |
| Résumé .....  | 19 |
| Exercices .....   | 21 |

## Chapitre 2

|  |    |
|--|----|
| <b>Introduction à l'analyse financière</b> .....                         | 23 |
| 2.1. Principes et normes comptables .....                                | 24 |
| 2.2. Le bilan .....  | 25 |
| <i>L'actif du bilan</i> .....  | 26 |
| <i>Le passif du bilan</i> .....  | 30 |
| 2.3. Analyse du bilan .....  | 31 |
| <i>Valeur comptable et valeur de marché des capitaux propres</i> .....   | 32 |
| <i>Le multiple de capitaux propres (price-to-book ratio, PBR)</i> .....  | 33 |
| <i>Les ratios de structure financière</i> .....                          | 33 |
| <i>L'actif économique</i> .....  | 34 |
| <i>Valeur de marché de l'actif économique</i> .....                      | 34 |
| <i>Autres informations incluses dans le bilan</i> .....                  | 35 |
| 2.4. Le compte de résultat .....   | 36 |
| <i>Logique du compte de résultat</i> .....                               | 37 |
| <i>Du chiffre d'affaires au résultat net</i> .....                       | 38 |
| 2.5. Analyse du compte de résultat .....                                 | 42 |
| <i>Les indicateurs de profitabilité</i> .....                            | 42 |
| <i>Les ratios de rentabilité (comptable)</i> .....                       | 43 |
| <i>Le PER</i> .....  | 45 |
| 2.6. Le tableau des flux de trésorerie .....                             | 47 |
| <i>Les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement</i> ..... | 49 |
| <i>Les flux de trésorerie liés aux opérations de financement</i> .....   | 49 |
| 2.7. Les autres documents comptables .....                               | 50 |
| <i>L'état de variation des capitaux propres</i> .....                    | 50 |
| <i>Les notes annexes</i> .....   | 50 |
| <i>Le rapport de gestion</i> .....                                       | 51 |
| 2.8. La qualité de l'information comptable .....                         | 51 |
| <i>Quelques affaires retentissantes</i> .....                            | 51 |
| <i>La réaction des pouvoirs publics</i> .....                            | 55 |
| Résumé .....   | 56 |
| Exercices .....  | 58 |
| Étude de cas .....   | 61 |

## Partie II

### La boîte à outils du financier ..... 63

#### Chapitre 3

### Arbitrage et décisions financières ..... 63

|  |    |
|--|----|
| 3.1. Valoriser un projet .....                                   | 64 |
| <i>Prix de marché et valeur d'un projet</i> .....                | 64 |
| <i>Que faire en l'absence de prix de marché ?</i> .....          | 65 |
| 3.2. Taux d'intérêt et valeur temps de l'argent.....             | 65 |
| <i>La valeur temps de l'argent</i> .....                         | 66 |
| <i>Le taux d'intérêt : un taux de change intertemporel</i> ..... | 66 |
| <i>Valeur actuelle et valeur future</i> .....                    | 67 |
| 3.3. La valeur actuelle nette .....                              | 69 |
| <i>Accepter ou rejeter un projet</i> .....                       | 69 |
| <i>Comparer des projets</i> .....                                | 70 |
| 3.4. Arbitrage et Loi du prix unique.....                        | 71 |
| 3.5. Absence d'opportunité d'arbitrage et prix des actifs .....  | 74 |
| <i>Évaluer un actif avec la Loi du prix unique</i> .....         | 74 |
| <i>Le théorème de séparation</i> .....                           | 78 |
| <i>Évaluer un portefeuille d'actifs</i> .....                    | 79 |
| 3.6. Le prix du risque .....                                     | 81 |
| <i>Aversion au risque et prime de risque</i> .....               | 81 |
| <i>Le prix de non-arbitrage d'un actif risqué</i> .....          | 82 |
| <i>La prime de risque dépend du niveau de risque</i> .....       | 82 |
| <i>Le risque d'un actif est lié au risque de marché</i> .....    | 83 |
| <i>Risque, rentabilité et prix de marché</i> .....               | 85 |
| 3.7. Arbitrage avec coûts de transaction .....                   | 85 |
| Résumé.....  | 87 |
| Exercices .....  | 89 |

#### 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> .....            | 99  |
| <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 .....          | 105 |
| 4.5. Rentes perpétuelles, annuités et autres cas particuliers ..... | 106 |
| <i>Les rentes perpétuelles</i> .....                                | 107 |
| <i>Les rentes perpétuelles croissantes</i> .....                    | 113 |
| <i>Les annuités croissantes</i> .....                               | 115 |
| 4.6. Calculer les flux, le TRI et le nombre de périodes .....       | 117 |
| <i>Calculer le montant des flux</i> .....                           | 117 |
| <i>Calculer le taux de rentabilité interne</i> .....                | 119 |
| <i>Calculer le nombre de périodes</i> .....                         | 122 |
| 4.7. L'utilisation d'un tableur .....                               | 124 |
| Résumé .....  | 126 |
| Exercices .....   | 128 |
| Étude de cas .....  | 133 |

## Chapitre 5

|  |     |
|--|-----|
| <b>Les taux d'intérêt</b> .....                                | 135 |
| 5.1. Cotation et calcul des taux d'intérêt .....               | 135 |
| <i>Le taux annuel effectif</i> .....                           | 135 |
| <i>Le taux équivalent</i> .....                                | 136 |
| <i>Taux annuel proportionnel et taux période</i> .....         | 137 |
| <i>Le taux annuel effectif global</i> .....                    | 139 |
| <i>Intérêts précomptés et intérêts postcomptés</i> .....       | 141 |
| <i>Taux d'intérêt brut et net</i> .....                        | 142 |
| 5.2. Modalités de remboursement d'un emprunt .....             | 144 |
| <i>Remboursement par annuités constantes</i> .....             | 144 |
| <i>Remboursement par fractions constantes du capital</i> ..... | 146 |
| <i>Autres modalités de remboursement</i> .....                 | 147 |
| 5.3. Les déterminants des taux d'intérêt .....                 | 149 |
| <i>Inflation et taux d'intérêt réel</i> .....                  | 150 |
| <i>Investissement et taux d'intérêt</i> .....                  | 151 |
| <i>La courbe des taux</i> .....                                | 152 |
| <i>Risque et taux d'intérêt</i> .....                          | 157 |

|   |     |
|---|-----|
| 5.4. Le coût d'opportunité du capital ..... | 158 |
| Résumé.....                                 | 158 |
| Exercices .....                             | 160 |

## Annexe

|   |     |
|---|-----|
| <b>Capitalisation continue des intérêts</b> .....   | 165 |
| Taux annuel effectif et taux annuel proportionnel avec capitalisation continue des intérêts | 165 |
| Flux continus .....   | 166 |

## Partie III

|  |     |
|--|-----|
| <b>L'évaluation des actifs : principes de base</b> ..... | 167 |
|--|-----|

### Chapitre 6

|   |     |
|---|-----|
| <b>Les critères de choix d'investissement</b> ..... | 167 |
|---|-----|

|  |     |
|--|-----|
| 6.1. La valeur actuelle nette .....  | 167 |
| <i>Le critère de la VAN</i> .....  | 167 |
| <i>Sensibilité de la VAN au choix du taux d'actualisation</i> .....        | 168 |
| <i>La VAN face aux critères alternatifs</i> .....                          | 168 |
| 6.2. Le taux de rentabilité interne .....                                  | 170 |
| <i>Le critère du TRI</i> .....   | 170 |
| <i>Écueil n° 1 : les bénéfices précèdent parfois les coûts</i> .....       | 170 |
| <i>Écueil n° 2 : il peut exister plusieurs TRI</i> .....                   | 172 |
| <i>TRI et critère du TRI</i> .....   | 174 |
| 6.3. Le délai de récupération .....  | 175 |
| 6.4. Choisir entre plusieurs projets .....                                 | 177 |
| <i>Le critère de la VAN en cas de projets mutuellement exclusifs</i> ..... | 177 |
| <i>Le critère du TRI face à des projets mutuellement exclusifs</i> .....   | 178 |
| <i>Le TRI différentiel</i> .....   | 180 |
| 6.5. Choix d'investissement sous contraintes de ressources .....           | 182 |
| <i>Évaluation de projets et optimisation des ressources</i> .....          | 182 |
| <i>L'indice de profitabilité</i> .....                                     | 183 |
| <i>Les limites de l'indice de profitabilité</i> .....                      | 184 |
| Résumé .....   | 185 |
| Exercices .....  | 186 |
| Étude de cas .....   | 192 |

## Chapitre 7

|  |     |
|--|-----|
| <b>La planification financière</b> .....                                 | 195 |
| 7.1. La prévision des flux de trésorerie .....                           | 195 |
| <i>Estimation des coûts et des bénéfices</i> .....                       | 196 |
| <i>Prévision du résultat net du projet</i> .....                         | 196 |
| <i>Prise en compte des effets indirects</i> .....                        | 199 |
| <i>Prise en compte des coûts irrécupérables</i> .....                    | 201 |
| 7.2. Déterminer les flux de trésorerie disponibles et la VAN .....       | 204 |
| <i>Le passage du résultat net au flux de trésorerie disponible</i> ..... | 204 |
| <i>Calcul direct des flux de trésorerie disponibles</i> .....            | 206 |
| <i>Calcul de la VAN</i> .....  | 207 |
| 7.3. Choisir entre différents projets .....                              | 208 |
| <i>Faire ou faire faire ?</i> .....                                      | 208 |
| <i>Comparaison des flux de trésorerie disponibles</i> .....              | 210 |
| 7.4. Quelques problèmes supplémentaires.....                             | 210 |
| <i>Reports en avant ou en arrière des déficits</i> .....                 | 214 |
| 7.5. L'analyse du projet .....   | 215 |
| <i>Analyse de point mort (break-even analysis)</i> .....                 | 215 |
| <i>Analyse de sensibilité</i> .....                                      | 216 |
| <i>Analyse de scénario</i> .....   | 218 |
| Résumé .....   | 220 |
| Exercices .....  | 222 |
| Étude de cas .....   | 229 |

## Chapitre 8

|  |     |
|--|-----|
| <b>L'évaluation des obligations</b> .....                          | 231 |
| 8.1. Flux monétaires, prix et rentabilité des obligations .....    | 231 |
| <i>Caractéristiques générales des obligations</i> .....            | 231 |
| <i>Obligations zéro-coupon</i> .....                               | 232 |
| <i>Obligations couponnées</i> .....                                | 235 |
| 8.2. Dynamique du prix des obligations .....                       | 237 |
| <i>Pair et cotation des obligations</i> .....                      | 237 |
| <i>L'effet du temps sur le prix des obligations</i> .....          | 239 |
| <i>Variations des taux d'intérêt et prix des obligations</i> ..... | 243 |
| 8.3. Courbe des taux et arbitrage obligataire .....                | 245 |
| <i>La réplcation d'une obligation couponnée</i> .....              | 245 |

|   |     |
|---|-----|
| <i>L'évaluation d'une obligation couponnée à partir de la rentabilité à l'échéance de zéro-coupon</i> ..... | 247 |
| <i>La rentabilité à l'échéance des obligations couponnées</i> .....   | 247 |
| <i>La courbe des taux en pratique</i> .....   | 249 |
| 8.4. Les obligations privées .....  | 250 |
| <i>La rentabilité à l'échéance des obligations privées</i> .....  | 251 |
| <i>La notation des obligations</i> .....  | 253 |
| <i>La courbe des taux corporate</i> .....   | 255 |
| Résumé .....  | 257 |
| Exercices .....   | 259 |
| Étude de cas .....  | 263 |

## Annexe

|  |     |
|--|-----|
| <b>Taux d'intérêt à terme</b> .....                                      | 265 |
| Le calcul des taux d'intérêt à terme .....                               | 265 |
| Le calcul de la rentabilité à l'échéance à partir des taux à terme ..... | 267 |
| Taux d'intérêt à terme et taux d'intérêt comptant futur .....            | 267 |
| Exercices .....  | 268 |

## Chapitre 9

|   |     |
|---|-----|
| <b>L'évaluation des actions</b> .....   | 269 |
| 9.1. Le modèle d'actualisation des dividendes .....   | 270 |
| <i>Un placement à un an</i> .....   | 270 |
| <i>Rendement, gain en capital et rentabilité</i> .....  | 271 |
| <i>Un placement sur plusieurs périodes</i> .....  | 273 |
| <i>Le modèle d'actualisation des dividendes</i> .....   | 274 |
| 9.2. Application du modèle d'actualisation des dividendes .....   | 275 |
| <i>Dividendes croissants à taux constant : le modèle de Gordon-Shapiro</i> .....                                | 275 |
| <i>L'arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs</i> .....  | 277 |
| <i>Dividendes croissants à taux variable</i> .....  | 280 |
| <i>Les limites du modèle d'actualisation des dividendes</i> .....   | 282 |
| 9.3. Deux modèles alternatifs d'évaluation actuarielle .....  | 283 |
| <i>Le modèle d'actualisation des dividendes augmenté</i> .....  | 283 |
| <i>Le modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou modèle DCF (Discounted Cash Flows)</i> ..... | 285 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 9.4. | L'évaluation des actions par la méthode des comparables.....                              | 289 |
|      | <i>Les multiples</i> .....  | 289 |
|      | <i>Les limites des multiples</i> .....  | 292 |
|      | <i>Comparaison avec les méthodes actuarielles</i> .....                                   | 292 |
|      | <i>Pour résumer : l'évaluation des actions</i> .....                                      | 293 |
| 9.5. | Information, concurrence et prix des actions.....   | 295 |
|      | <i>L'information contenue dans les cours boursiers</i> .....                              | 295 |
|      | <i>Concurrence et marchés efficients</i> .....  | 296 |
|      | <i>Conséquences de l'hypothèse d'efficience des marchés</i> .....                         | 299 |
|      | <i>L'hypothèse d'efficience des marchés et l'absence d'opportunités d'arbitrage</i> ..... | 300 |
|      | Résumé.....   | 301 |
|      | Exercices .....   | 304 |
|      | Étude de cas .....  | 309 |

## Partie IV

### Risque et rentabilité..... 311

#### Chapitre 10

### Marchés financiers et mesure des risques..... 311

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 10.1. | Risque et rentabilité : un premier aperçu.....  | 311 |
| 10.2. | Mesures traditionnelles du risque et de la rentabilité .....                          | 314 |
|       | <i>Densité de probabilité</i> .....   | 314 |
|       | <i>Rentabilité espérée</i> .....  | 316 |
|       | <i>Variance et écart-type</i> .....   | 316 |
| 10.3. | Rentabilité historique des actifs financiers .....                                    | 318 |
|       | <i>Rentabilités historiques</i> .....   | 318 |
|       | <i>Rentabilité annuelle moyenne</i> .....   | 321 |
|       | <i>Variance et volatilité des rentabilités</i> .....                                  | 323 |
|       | <i>Rentabilités historiques et rentabilités futures : l'erreur d'estimation</i> ..... | 324 |
| 10.4. | L'arbitrage entre risque et rentabilité .....   | 328 |
|       | <i>Rentabilité des portefeuilles diversifiés</i> .....                                | 328 |
|       | <i>Rentabilité des titres individuels</i> .....                                       | 330 |
| 10.5. | Risque commun et risque individuel.....   | 331 |
|       | <i>Assurances contre les risques naturels et de vol : un exemple</i> .....            | 331 |
|       | <i>Le rôle de la diversification</i> .....  | 332 |



|  |     |
|--|-----|
| 10.6. Diversification de portefeuilles d'actions.....                      | 334 |
| <i>Risque spécifique et risque systématique</i> .....                      | 334 |
| <i>Absence d'opportunités d'arbitrage et prime de risque</i> .....         | 337 |
| 10.7. Mesurer le risque systématique.....                                  | 342 |
| <i>Identifier le risque systématique : le portefeuille de marché</i> ..... | 342 |
| <i>Sensibilité au risque systématique : le bêta</i> .....                  | 342 |
| 10.8. Bêta et coût du capital.....   | 346 |
| <i>Estimer la prime de risque</i> .....                                    | 346 |
| <i>Le modèle d'évaluation des actifs financiers</i> .....                  | 348 |
| Résumé.....  | 350 |
| Exercices.....   | 353 |
| Étude de cas.....  | 358 |

## Chapitre 11

|  |     |
|--|-----|
| <b>Choix optimal de portefeuille<br/>et modèle d'évaluation des actifs financiers</b> .....  | 359 |
| 11.1. L'espérance de rentabilité d'un portefeuille.....                                      | 359 |
| 11.2. La volatilité d'un portefeuille composé de deux actions.....                           | 361 |
| <i>Combiner les risques</i> .....  | 361 |
| <i>Calcul de la covariance et de la corrélation</i> .....                                    | 362 |
| <i>Calcul de la variance et de l'écart-type d'un portefeuille</i> .....                      | 367 |
| 11.3. La volatilité d'un portefeuille composé de $N$ actions.....                            | 369 |
| <i>Diversification d'un portefeuille équipondéré composé de <math>N</math> actions</i> ..... | 369 |
| <i>Diversification d'un portefeuille quelconque</i> .....                                    | 372 |
| 11.4. Arbitrage rentabilité-risque : le choix d'un portefeuille efficient.....               | 373 |
| <i>Les portefeuilles efficients composés de deux actions</i> .....                           | 373 |
| <i>L'effet de la corrélation</i> .....   | 376 |
| <i>Prise en compte des ventes à découvert</i> .....  | 377 |
| <i>Les portefeuilles efficients composés de nombreuses actions</i> .....                     | 379 |
| 11.5. Prise en compte de l'actif sans risque.....  | 384 |
| <i>L'actif sans risque</i> .....   | 385 |
| <i>L'achat d'actions avec effet de levier</i> .....  | 386 |
| <i>Identification du portefeuille tangent</i> .....  | 387 |
| 11.6. Portefeuille efficient et coût du capital.....   | 390 |
| <i>Améliorer la performance d'un portefeuille : le bêta et la rentabilité exigée</i> .....   | 390 |
| <i>Rentabilités espérées et portefeuille efficient</i> .....                                 | 392 |

|  |     |
|--|-----|
| 11.7. Le modèle d'évaluation des actifs financiers .....                 | 394 |
| <i>Les hypothèses du MEDAF</i> .....                                     | 394 |
| <i>Offre, demande et efficacité du portefeuille de marché</i> .....      | 395 |
| <i>Composition d'un portefeuille optimal : la droite de marché</i> ..... | 396 |
| 11.8. Déterminer la prime de risque .....                                | 397 |
| <i>Risque de marché et bêta</i> .....                                    | 397 |
| <i>La droite du MEDAF, ou Security Market Line (SML)</i> .....           | 400 |
| <i>Le bêta d'un portefeuille</i> .....                                   | 402 |
| <i>Que retenir du MEDAF ?</i> .....                                      | 403 |
| Résumé .....   | 403 |
| Exercices .....  | 407 |
| Étude de cas .....   | 415 |

## Annexe

|  |     |
|--|-----|
| <b>Le MEDAF avec des taux d'intérêt prêteur et emprunteur</b> .....            | 417 |
| La frontière efficiente avec des taux, prêteur et emprunteur, différents ..... | 417 |

## Chapitre 12

|   |     |
|---|-----|
| <b>Estimer le coût du capital</b> .....                               | 421 |
| 12.1. Le coût des capitaux propres .....                              | 421 |
| 12.2. Le portefeuille de marché .....                                 | 422 |
| <i>Construction du portefeuille de marché</i> .....                   | 423 |
| <i>Indices de marché</i> .....  | 423 |
| <i>La prime de risque de marché</i> .....                             | 428 |
| 12.3. L'estimation du bêta .....                                      | 430 |
| <i>Estimation du bêta à partir de données historiques</i> .....       | 430 |
| <i>Identification de la droite des moindres carrés</i> .....          | 433 |
| <i>Réaliser une régression linéaire</i> .....                         | 433 |
| 12.4. Le coût de la dette .....                                       | 435 |
| <i>Rentabilités à l'échéance de la dette</i> .....                    | 435 |
| <i>Bêtas de la dette</i> .....  | 437 |
| 12.5. Le coût du capital d'un projet .....                            | 438 |
| <i>Les comparables financés uniquement par capitaux propres</i> ..... | 438 |
| <i>Les comparables endettés</i> .....                                 | 439 |
| <i>Le coût du capital à endettement nul</i> .....                     | 440 |
| <i>Bêtas des capitaux propres sectoriels</i> .....                    | 443 |

|  |     |
|--|-----|
| 12.6. Prises en compte du risque spécifique au projet et de son mode de financement. . . . . | 445 |
| <i>Les différences en termes de risque</i> . . . . .   | 445 |
| <i>Modes de financement et coût moyen pondéré du capital.</i> . . . . .                      | 447 |
| 12.7. Conclusion sur l'utilisation du MEDAF. . . . .   | 449 |
| Résumé. . . . .  | 452 |
| Exercices . . . . .  | 455 |
| Étude de cas . . . . .   | 460 |

## Annexe

|  |     |
|--|-----|
| <b>Les aspects pratiques liés à la prévision du bêta</b> . . . . . | 461 |
| L'horizon temporel. . . . .  | 461 |
| Le portefeuille représentatif du marché. . . . .                   | 461 |
| Stabilité des bêtas et extrapolation. . . . .                      | 462 |
| Valeurs aberrantes . . . . .                                       | 463 |
| Autres considérations . . . . .                                    | 464 |
| Étude de cas . . . . .   | 466 |

## Chapitre 13

|  |     |
|--|-----|
| <b>Comportement des investisseurs<br/>et efficience des marchés financiers</b> . . . . . | 467 |
| 13.1. Concurrence sur les marchés de capitaux. . . . .                                   | 467 |
| <i>L'alpha d'une action</i> . . . . .  | 467 |
| <i>Comment profiter des actions à alphas non nuls</i> . . . . .                          | 469 |
| 13.2. Informations et anticipations rationnelles. . . . .                                | 470 |
| <i>Investisseurs informés contre investisseurs non informés</i> . . . . .                | 470 |
| <i>Anticipations rationnelles</i> . . . . .  | 471 |
| 13.3. Le comportement des investisseurs individuels. . . . .                             | 472 |
| <i>Sous-diversification et biais de portefeuille.</i> . . . . .                          | 472 |
| <i>Excès de confiance et agressivité</i> . . . . .                                       | 473 |
| <i>Comportement des investisseurs individuels et prix des titres</i> . . . . .           | 476 |
| 13.4. Les biais systématiques de transaction . . . . .                                   | 476 |
| <i>Conserver trop longtemps les titres perdants et l'effet de disposition</i> . . . . .  | 476 |
| <i>Attention des investisseurs, humeur et expérience</i> . . . . .                       | 478 |
| <i>Comportement moutonnier</i> . . . . .   | 478 |
| <i>Les conséquences de ces biais comportementaux</i> . . . . .                           | 479 |

|  |     |
|--|-----|
| 13.5. L'efficience du portefeuille de marché .....                                   | 479 |
| <i>Effectuer des transactions sur la base d'annonces ou de recommandations</i> ..... | 479 |
| <i>La performance des gestionnaires de fonds</i> .....                               | 482 |
| <i>Les gagnants et les perdants</i> .....  | 484 |
| 13.6. Les anomalies de marché et le débat sur son efficience .....                   | 486 |
| <i>Effets taille</i> .....   | 486 |
| Momentum .....   | 490 |
| <i>Les conséquences de l'existence d'alpha positif</i> .....                         | 490 |
| 13.7. Les modèles multifactoriels d'évaluation des actifs financiers .....           | 494 |
| <i>Les portefeuilles de facteurs</i> .....   | 494 |
| <i>Sélection des portefeuilles de facteurs</i> .....                                 | 496 |
| <i>Spécification à la Fama-French-Carhart et coût du capital</i> .....               | 497 |
| 13.8 Méthodes utilisées en pratique .....  | 499 |
| Résumé .....   | 500 |
| Exercices .....  | 503 |

## Annexe

|  |     |
|--|-----|
| <b>Construire un modèle multifactoriel</b> ..... | 509 |
|--|-----|

## Partie V

|   |     |
|---|-----|
| <b>Structure financière et valeur de l'entreprise</b> ..... | 511 |
|---|-----|

### Chapitre 14

|  |     |
|--|-----|
| <b>La structure financière en marchés parfaits</b> ..... | 511 |
|--|-----|

|  |     |
|--|-----|
| 14.1. Capitaux propres ou dette ? .....  | 511 |
| <i>Le cas d'un financement exclusif par capitaux propres</i> .....                 | 512 |
| <i>Le cas d'un financement mixte : capitaux propres et dette</i> .....             | 513 |
| <i>L'effet de l'endettement sur le risque et la rentabilité</i> .....              | 514 |
| 14.2. Modigliani-Miller, acte 1 : dette, arbitrage et valeur de l'entreprise ..... | 516 |
| <i>Modigliani-Miller et la Loi du prix unique</i> .....                            | 517 |
| <i>Le levier synthétique</i> .....   | 518 |
| <i>Le bilan en valeur de marché</i> .....  | 520 |
| <i>Un exemple : le rachat d'actions par endettement</i> .....                      | 522 |
| 14.3. Modigliani-Miller, acte 2 : dette, risque et coût du capital .....           | 523 |
| <i>Dette et coût des capitaux propres</i> .....                                    | 523 |
| <i>Choix d'investissement et coût moyen pondéré du capital</i> .....               | 525 |

|  |     |
|--|-----|
| <i>Endettement et bêta</i> .....   | 528 |
| <i>Disponibilités et dette nette</i> .....                                 | 530 |
| 14.4. Structure financière : attention aux illusions ! .....               | 531 |
| <i>Endettement et bénéfice par action</i> .....                            | 531 |
| <i>Augmentation de capital et dilution</i> .....                           | 533 |
| 14.5. Au-delà des propositions de Modigliani-Miller .....                  | 534 |
| Résumé .....   | 536 |
| Exercices .....  | 538 |
| Étude de cas .....   | 542 |
| <b>Chapitre 15</b>   |     |
| <b>Structure financière et fiscalité</b> .....                             | 545 |
| 15.1. La déductibilité fiscale des intérêts .....                          | 546 |
| 15.2. Valeur des économies d'impôt permises par la dette .....             | 548 |
| <i>Déductibilité des intérêts et valeur de l'entreprise</i> .....          | 548 |
| <i>Économies d'impôt avec dette stable</i> .....                           | 550 |
| <i>Coût moyen pondéré du capital en présence d'impôts</i> .....            | 551 |
| <i>Économies d'impôt avec un taux d'endettement cible</i> .....            | 553 |
| 15.3. Modification de la structure financière et économies d'impôt .....   | 554 |
| <i>Étape 1 : hausse de l'endettement</i> .....                             | 555 |
| <i>Étape 2 : rachat d'actions</i> .....                                    | 555 |
| <i>Étape 3 : évaluation en l'absence d'opportunités d'arbitrage</i> .....  | 556 |
| <i>Synthèse : une approche par le bilan en valeur de marché</i> .....      | 556 |
| 15.4. La fiscalité des investisseurs .....                                 | 557 |
| <i>Impôts sur les dividendes, les plus-values et les intérêts</i> .....    | 558 |
| <i>Les économies d'impôt avec fiscalité des investisseurs</i> .....        | 561 |
| <i>Estimation du gain fiscal effectif lié à l'endettement</i> .....        | 562 |
| 15.5. Structure financière optimale en présence d'impôts .....             | 564 |
| <i>Les entreprises préfèrent-elles l'endettement ?</i> .....               | 564 |
| <i>Quelles sont les limites à l'endettement ?</i> .....                    | 566 |
| <i>Croissance et dette</i> .....   | 568 |
| <i>Les autres possibilités pour réduire l'impôt sur les sociétés</i> ..... | 569 |
| <i>L'énigme de la faiblesse du taux d'endettement</i> .....                | 569 |
| Résumé .....   | 572 |
| Exercices .....  | 573 |
| Étude de cas .....   | 577 |

## Chapitre 16

|   |     |
|---|-----|
| <b>Faillite, incitations et information</b> .....                                       | 579 |
| 16.1. La faillite en marché parfait .....   | 580 |
| <i>Dette et risque de faillite</i> .....  | 580 |
| <i>Structure financière et valeur de l'entreprise</i> .....                             | 582 |
| 16.2. Le coût des difficultés financières .....   | 582 |
| <i>Le processus de faillite</i> .....   | 583 |
| <i>Les coûts directs</i> .....  | 586 |
| <i>Les coûts indirects</i> .....  | 587 |
| 16.3. Le coût des difficultés financières réduit la valeur de l'entreprise .....        | 590 |
| <i>Les conséquences du coût des difficultés financières</i> .....                       | 591 |
| <i>Qui supporte effectivement le coût des difficultés financières ?</i> .....           | 593 |
| 16.4. La théorie du compromis : existe-t-il une structure financière optimale ? .....   | 594 |
| <i>Les déterminants de la valeur actuelle du coût des difficultés financières</i> ..... | 594 |
| <i>L'endettement optimal</i> .....  | 595 |
| 16.5. Tirer profit des créanciers : les coûts d'agence de la dette .....                | 598 |
| <i>Prise de risque excessive et substitution d'actifs</i> .....                         | 598 |
| <i>Surendettement et sous-investissement</i> .....                                      | 599 |
| <i>Qui supporte les coûts d'agence ?</i> .....  | 602 |
| <i>Comment limiter les coûts d'agence de la dette ?</i> .....                           | 603 |
| 16.6. Inciter les dirigeants : les gains d'agence de la dette .....                     | 604 |
| <i>Éviter la dilution de l'actionariat</i> .....  | 605 |
| <i>Éviter les investissements destructeurs de valeur</i> .....                          | 606 |
| <i>Accroître le pouvoir de négociation de l'entreprise</i> .....                        | 608 |
| 16.7. Les incitations liées à l'endettement : coûts et bénéfices d'agence .....         | 608 |
| <i>L'endettement optimal</i> .....  | 609 |
| <i>En pratique</i> .....  | 610 |
| 16.8. Asymétries d'information et structure financière .....                            | 611 |
| <i>La dette : un signal crédible ?</i> .....  | 611 |
| <i>Émission d'actions et sélection adverse</i> .....                                    | 613 |
| <i>Conséquences sur les émissions d'actions</i> .....                                   | 616 |
| <i>Conséquences sur la structure financière</i> .....                                   | 617 |
| 16.9. Choisir sa structure financière : une synthèse .....                              | 619 |
| Résumé .....  | 621 |
| Exercices .....   | 623 |

## Chapitre 17

|   |     |
|---|-----|
| <b>La politique de distribution</b> .....   | 631 |
| 17.1. Les modalités de rémunération des actionnaires .....                                    | 631 |
| <i>Le versement de dividendes</i> .....   | 631 |
| <i>Les rachats d'actions</i> .....  | 634 |
| 17.2. Dividendes ou rachat d'actions ? .....  | 636 |
| <i>Première possibilité : le versement d'un dividende</i> .....                               | 636 |
| <i>Deuxième possibilité : le rachat d'actions</i> .....                                       | 637 |
| <i>Troisième possibilité : l'émission d'actions pour verser un dividende plus élevé</i> ..... | 639 |
| <i>Modigliani-Miller et la politique de distribution</i> .....                                | 640 |
| <i>La politique de distribution en marchés parfaits</i> .....                                 | 641 |
| 17.3. Fiscalité et politique de distribution .....  | 642 |
| <i>La fiscalité sur les dividendes et les plus-values en capital</i> .....                    | 642 |
| <i>Politique de distribution optimale en présence d'impôts</i> .....                          | 643 |
| 17.4. Politique de distribution et effets de clientèle .....                                  | 644 |
| <i>Le taux d'imposition additionnel sur les dividendes</i> .....                              | 645 |
| <i>Taux d'imposition additionnel sur les dividendes et diversité des investisseurs</i> .....  | 646 |
| <i>Les effets de clientèle</i> .....  | 648 |
| 17.5. Pourquoi les entreprises rendent-elles des capitaux à leurs actionnaires ? .....        | 650 |
| <i>Le cas des marchés parfaits</i> .....  | 650 |
| <i>La fiscalité des entreprises</i> .....   | 651 |
| <i>La fiscalité des actionnaires</i> .....  | 652 |
| <i>Les coûts de transactions et les coûts des difficultés financières</i> .....               | 654 |
| <i>Les coûts d'agence</i> .....   | 654 |
| 17.6. Politique de distribution et théorie du signal .....                                    | 657 |
| <i>Le lissage des dividendes</i> .....  | 657 |
| <i>Le contenu informationnel des dividendes</i> .....   | 658 |
| <i>Le contenu informationnel des rachats d'actions</i> .....                                  | 660 |
| 17.7. Un cas particulier de politique de distribution : les dividendes en actions .....       | 662 |
| <i>Les divisions et regroupements d'actions</i> .....   | 663 |
| <i>Les scissions d'entreprise</i> .....   | 666 |
| Résumé .....  | 667 |
| Exercices .....   | 670 |
| Étude de cas .....  | 674 |

## Partie VI

### L'évaluation des entreprises ..... 677

#### Chapitre 18

#### Les choix d'investissement en présence de dette ..... 677

18.1. Cadre d'analyse et concepts fondamentaux ..... 677

18.2. La méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC) ..... 679

*L'utilisation de la méthode du CMPC pour évaluer un projet* ..... 679

*Résumé : la méthode du coût moyen pondéré du capital* ..... 681

*Comment conserver un levier constant ?* ..... 682

18.3. La méthode de la VAN ajustée (VANA) ..... 684

*La valeur non endettée d'un projet* ..... 684

*La valeur de la déductibilité fiscale des intérêts* ..... 685

*Résumé : la méthode de la VAN ajustée* ..... 687

18.4. La méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FTDA) ..... 688

*Les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires* ..... 689

*Actualisation des FTDA* ..... 691

*Résumé : la méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires* ..... 691

18.5. Risque d'un projet et risque de l'entreprise ..... 693

*Le coût du capital à endettement nul d'un projet* ..... 694

*Modalités de financement et coût des capitaux propres du projet* ..... 694

*L'endettement additionnel lié à un projet* ..... 697

18.6. VAN ajustée et politiques financières alternatives ..... 698

*Politique 1 : stabilité du ratio de couverture des intérêts* ..... 698

*Politique 2 : niveau de dette déterminé à l'avance* ..... 700

*Comparaison des méthodes* ..... 701

18.7. Prise en compte des autres imperfections de marché ..... 702

*Frais d'émission et de placement des titres* ..... 702

*Titres mal évalués par le marché* ..... 702

*Coûts des difficultés financières et coûts d'agence* ..... 704

18.8. Points complexes de l'évaluation ..... 706

*Ajustements périodiques de la dette* ..... 706

*Comment calculer le coût du capital lorsque le levier varie ?* ..... 708

*Les méthodes du CMPC et des FTDA lorsque le levier varie* ..... 710

*Prise en compte de la fiscalité des investisseurs* ..... 712

Résumé ..... 715



|   |     |
|---|-----|
| Exercices .....   | 717 |
| Étude de cas .....  | 724 |
| <b>Annexe</b>   |     |
| <b>Fondements théoriques et approfondissements</b> .....  | 727 |
| La méthode du CMPC .....  | 727 |
| Coût du capital à endettement nul et coût du capital .....                                      | 728 |
| Évaluation simultanée de la politique financière et de la valeur d'un projet .....              | 730 |
| <b>Chapitre 19</b>  |     |
| <b>L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique</b> .....                                    | 733 |
| 19.1. Une évaluation par la méthode des comparables .....                                       | 733 |
| 19.2. Les hypothèses du business plan .....   | 736 |
| <i>La prévision de l'activité</i> .....   | 736 |
| <i>L'augmentation des capacités de production</i> .....   | 738 |
| <i>L'amélioration du besoin en fonds de roulement</i> .....                                     | 738 |
| <i>La restructuration du passif</i> .....   | 739 |
| 19.3. La construction du business plan .....  | 740 |
| <i>Prévision des résultats nets de Sport 3000</i> .....   | 740 |
| <i>Prévision du besoin en fonds de roulement</i> .....  | 741 |
| <i>Prévision de la trésorerie de précaution</i> .....   | 743 |
| <i>Calcul des flux de trésorerie disponibles</i> .....  | 743 |
| <i>Bilan et tableau des flux de trésorerie prévisionnels</i> .....                              | 745 |
| 19.4. L'estimation du coût du capital du projet .....   | 748 |
| <i>Coût des capitaux propres des entreprises comparables</i> .....                              | 748 |
| <i>Bêta à endettement nul des entreprises comparables</i> .....                                 | 749 |
| <i>Coût du capital à endettement nul de Sport 3000</i> .....                                    | 749 |
| 19.5. La décision financière .....  | 750 |
| <i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des multiples</i> .....                     | 751 |
| <i>Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés</i> ..... | 752 |
| <i>Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée</i> .....                        | 754 |
| <i>Test de vraisemblance</i> .....  | 755 |
| <i>TRI de l'achat de Sport 3000</i> .....   | 756 |
| 19.6. L'analyse de sensibilité .....  | 758 |
| Résumé .....  | 760 |
| Exercices .....   | 761 |

**Annexe**

|   |            |
|---|------------|
| <b>Incitations et rémunération des dirigeants .....</b> | <b>763</b> |
|---|------------|

**Partie VII**

|   |            |
|---|------------|
| <b>Options et finance d'entreprise.....</b> | <b>765</b> |
|---|------------|

**Chapitre 20**

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| <b>Les options .....</b> | <b>765</b> |
|--------------------------|------------|

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 20.1. Qu'est-ce qu'une option ? ..... | 765 |
|---------------------------------------|-----|

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| <i>Vocabulaire .....</i> | <i>766</i> |
|--------------------------|------------|

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| <i>La cotation des options.....</i> | <i>767</i> |
|-------------------------------------|------------|

|   |     |
|---|-----|
| 20.2. Le profil de gain à l'échéance d'une option ..... | 770 |
|---|-----|

|   |            |
|---|------------|
| <i>Les flux associés à une position longue sur option .....</i> | <i>770</i> |
|---|------------|

|  |            |
|--|------------|
| <i>Les flux associés à une position courte sur option.....</i> | <i>772</i> |
|--|------------|

|  |            |
|--|------------|
| <i>Prise en compte du coût d'achat des options .....</i> | <i>773</i> |
|--|------------|

|   |            |
|---|------------|
| <i>La rentabilité d'une position optionnelle détenue jusqu'à échéance .....</i> | <i>776</i> |
|---|------------|

|  |            |
|--|------------|
| <i>Les stratégies optionnelles classiques.....</i> | <i>777</i> |
|--|------------|

|  |     |
|--|-----|
| 20.3. La relation de parité call-put ..... | 781 |
|--|-----|

|   |     |
|---|-----|
| 20.4. Les déterminants du prix d'une option ..... | 783 |
|---|-----|

|  |            |
|--|------------|
| <i>Prix d'exercice et prix du sous-jacent.....</i> | <i>783</i> |
|--|------------|

|   |            |
|---|------------|
| <i>Relations d'arbitrage sur les options.....</i> | <i>783</i> |
|---|------------|

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| <i>Date d'exercice .....</i> | <i>784</i> |
|------------------------------|------------|

|                        |            |
|------------------------|------------|
| <i>Volatilité.....</i> | <i>784</i> |
|------------------------|------------|

|  |     |
|--|-----|
| 20.5. Les options de type américain : l'exercice avant échéance..... | 785 |
|--|-----|

|  |            |
|--|------------|
| <i>Options sur actions ne versant pas de dividendes.....</i> | <i>785</i> |
|--|------------|

|   |            |
|---|------------|
| <i>Options sur actions versant des dividendes .....</i> | <i>787</i> |
|---|------------|

|   |            |
|---|------------|
| <i>Les capitaux propres vus comme un call .....</i> | <i>790</i> |
|---|------------|

|  |            |
|--|------------|
| <i>La dette vue comme un portefeuille d'options.....</i> | <i>790</i> |
|--|------------|

|                                       |            |
|---------------------------------------|------------|
| <i>Les Credit Default Swaps .....</i> | <i>792</i> |
|---------------------------------------|------------|

|   |            |
|---|------------|
| <i>L'évaluation de la dette risquée .....</i> | <i>793</i> |
|---|------------|

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| <i>Les conflits d'agence .....</i> | <i>795</i> |
|------------------------------------|------------|

|             |     |
|-------------|-----|
| Résumé..... | 795 |
|-------------|-----|

|                 |     |
|-----------------|-----|
| Exercices ..... | 798 |
|-----------------|-----|

|                   |     |
|-------------------|-----|
| Étude de cas..... | 802 |
|-------------------|-----|

## Chapitre 21

|   |     |
|---|-----|
| <b>L'évaluation des options</b> .....                                     | 805 |
| 21.1. Le modèle binomial d'évaluation des options .....                   | 806 |
| <i>Le modèle à une période et deux états de la nature</i> .....           | 806 |
| <i>La formule d'évaluation d'une option dans un modèle binomial</i> ..... | 808 |
| <i>Le modèle à deux périodes</i> .....                                    | 811 |
| <i>Améliorer le réalisme du modèle : le modèle multipériodique</i> .....  | 815 |
| 21.2. Le modèle d'évaluation d'options de Black et Scholes .....          | 816 |
| <i>La formule de Black et Scholes</i> .....                               | 816 |
| <i>La volatilité implicite</i> .....                                      | 823 |
| <i>Le portefeuille de réplication</i> .....                               | 826 |
| 21.3. Les probabilités risque-neutre .....                                | 828 |
| <i>Un modèle risque-neutre à deux états de la nature</i> .....            | 828 |
| <i>Conséquences d'un monde risque-neutre</i> .....                        | 829 |
| <i>Évaluation des options dans un monde risque-neutre</i> .....           | 830 |
| 21.4. Rendement et risque d'une option .....                              | 832 |
| 21.5. Évaluation des options et finance d'entreprise .....                | 835 |
| <i>Le bêta d'une dette risquée</i> .....                                  | 835 |
| <i>Coûts d'agence et dette</i> .....                                      | 838 |
| Résumé .....  | 839 |
| Exercices .....   | 842 |

## Chapitre 22

|   |     |
|---|-----|
| <b>Les options réelles</b> .....                                  | 847 |
| 22.1. Options réelles et options financières .....                | 848 |
| 22.2. Les arbres de décision .....                                | 848 |
| <i>Arbres de décision et aléas</i> .....                          | 849 |
| <i>Arbres de décision et options réelles</i> .....                | 850 |
| 22.3. L'option d'attente .....                                    | 851 |
| <i>Un projet d'investissement vu comme un call</i> .....          | 851 |
| <i>Les déterminants de la valeur de l'option d'attente</i> .....  | 855 |
| 22.4. Les options de croissance et d'abandon .....                | 857 |
| <i>Valoriser la croissance potentielle d'une entreprise</i> ..... | 858 |
| <i>Les options de croissance</i> .....                            | 860 |
| <i>L'option d'abandon</i> .....                                   | 862 |

|   |     |
|---|-----|
| 22.5. Options réelles et projets complexes .....  | 865 |
| <i>Comparer des projets d'investissement mutuellement exclusifs de durées de vie inégales</i> ..... | 865 |
| <i>Analyser des projets mutuellement dépendants</i> .....   | 868 |
| 22.6. Ce qu'il faut retenir sur les options réelles .....   | 872 |
| Résumé .....  | 873 |
| Exercices .....   | 874 |

## Partie VIII

### Le financement à long terme de l'entreprise .....

879

#### Chapitre 23

##### Le financement par actions .....

879

|  |     |
|--|-----|
| 23.1. Le financement par actions des sociétés non cotées .....                       | 879 |
| <i>Quelles sources de financement pour une entreprise non cotée ?</i> .....          | 880 |
| <i>L'ouverture du capital</i> .....  | 883 |
| <i>Comment sortir du capital d'une entreprise non cotée ?</i> .....                  | 885 |
| 23.2. L'introduction en Bourse .....   | 885 |
| <i>Pourquoi s'introduire en Bourse ?</i> .....                                       | 886 |
| <i>Le processus d'introduction en Bourse</i> .....                                   | 887 |
| 23.3. Les « énigmes » posées par les introductions en Bourse .....                   | 895 |
| <i>La sous-évaluation du prix d'introduction (décote de placement)</i> .....         | 895 |
| <i>Les vagues d'introduction en Bourse</i> .....                                     | 898 |
| <i>Le coût d'une introduction en Bourse</i> .....                                    | 900 |
| <i>La sous-performance à long terme des entreprises récemment introduites</i> .....  | 901 |
| 23.4. Les augmentations de capital des entreprises cotées .....                      | 902 |
| <i>L'augmentation de capital simple</i> .....  | 902 |
| <i>L'augmentation de capital avec DPS</i> .....                                      | 903 |
| <i>Comment réagit le prix des actions lors d'une augmentation de capital ?</i> ..... | 905 |
| Résumé .....   | 906 |
| Exercices .....  | 908 |

#### Chapitre 24

##### Le financement obligataire .....

911

|   |     |
|---|-----|
| 24.1. Les obligations privées .....                   | 912 |
| <i>Les caractéristiques des titres de dette</i> ..... | 912 |
| <i>Le placement des obligations privées</i> .....     | 914 |

|  |     |
|--|-----|
| <i>Obligations au porteur et obligations nominatives</i> .....           | 915 |
| <i>Obligations seniors et obligations juniors</i> .....                  | 916 |
| <i>Obligations domestiques, étrangères et internationales</i> .....      | 916 |
| 24.2. Titrisation et <i>Asset-Backed Securities</i> .....                | 918 |
| 24.3. Les obligations souveraines .....                                  | 921 |
| <i>Caractéristiques des obligations émises par l'État français</i> ..... | 921 |
| <i>Les autres emprunteurs publics en France</i> .....                    | 922 |
| <i>Le placement des titres par l'Agence France Trésor</i> .....          | 922 |
| 24.4. Les clauses de sauvegarde ( <i>covenants</i> ) .....               | 925 |
| 24.5. Le remboursement d'un emprunt obligataire .....                    | 926 |
| <i>Obligations remboursables par séries ou annuités égales</i> .....     | 926 |
| <i>Les obligations à clause de remboursement anticipé</i> .....          | 927 |
| 24.6. Les titres hybrides .....  | 931 |
| <i>Les obligations convertibles (OC)</i> .....                           | 932 |
| <i>Les obligations remboursables en actions (ORA)</i> .....              | 934 |
| <i>Les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA)</i> .....      | 934 |
| Résumé .....   | 935 |
| Exercices .....  | 936 |
| Étude de cas .....   | 937 |

## Chapitre 25

|  |     |
|--|-----|
| <b>Le financement par crédit-bail</b> .....                            | 939 |
| 25.1. Qu'est-ce que le crédit-bail ? .....                             | 939 |
| <i>Définitions</i> .....   | 939 |
| <i>Loyers et valeur résiduelle de l'actif</i> .....                    | 941 |
| <i>Crédit-bail ou achat à crédit ?</i> .....                           | 942 |
| <i>L'option d'achat en fin de crédit-bail</i> .....                    | 944 |
| 25.2. Traitement comptable des contrats de crédit-bail .....           | 946 |
| 25.3. L'évaluation d'un contrat de crédit-bail .....                   | 949 |
| <i>Les flux de trésorerie d'une opération de location simple</i> ..... | 949 |
| <i>Louer ou acheter ? Une comparaison erronée</i> .....                | 950 |
| <i>Louer ou acheter à crédit ? Une comparaison fondée</i> .....        | 951 |
| <i>Le cas des contrats de location-financement</i> .....               | 954 |
| 25.4. Pourquoi le crédit-bail ? .....                                  | 955 |
| <i>Des arguments convaincants en faveur du crédit-bail</i> .....       | 955 |
| <i>Des arguments moins convaincants en faveur du crédit-bail</i> ..... | 957 |

|                 |     |
|-----------------|-----|
| Résumé.....     | 958 |
| Exercices ..... | 960 |

## Partie IX

|  |            |
|--|------------|
| <b>Le financement à court terme de l'entreprise.....</b> | <b>963</b> |
|--|------------|

### Chapitre 26

|   |            |
|---|------------|
| <b>La gestion du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie .....</b> | <b>963</b> |
|---|------------|

|  |     |
|--|-----|
| 26.1. Pourquoi les entreprises ont-elles un besoin en fonds de roulement ? ..... | 963 |
| 26.2. Le crédit commercial.....  | 966 |
| <i>Vocabulaire .....</i>   | 966 |
| <i>Crédit commercial et imperfections de marché.....</i>                         | 967 |
| 26.3. La gestion des créances clients .....                                      | 969 |
| <i>La détermination de la politique de crédit.....</i>                           | 969 |
| <i>Les indicateurs de gestion des créances clients .....</i>                     | 970 |
| 26.4. La gestion des dettes fournisseurs.....                                    | 972 |
| <i>Le délai de rotation des dettes fournisseurs .....</i>                        | 972 |
| <i>L'allongement des délais fournisseurs .....</i>                               | 973 |
| 26.5. La gestion des stocks .....  | 974 |
| <i>Pourquoi détenir des stocks ? .....</i>                                       | 974 |
| <i>Le délai de rotation des stocks .....</i>                                     | 975 |
| <i>Les coûts de stockage .....</i>   | 975 |
| 26.6. La gestion de la trésorerie .....  | 977 |
| <i>Pourquoi détenir des disponibilités ?.....</i>                                | 977 |
| <i>Où placer les disponibilités ? .....</i>                                      | 978 |
| Résumé.....  | 980 |
| Exercices .....  | 981 |

### Chapitre 27

|  |            |
|--|------------|
| <b>La planification financière à court terme .....</b> | <b>985</b> |
|--|------------|

|   |     |
|---|-----|
| 27.1. Prévoir les besoins financiers à court terme .....            | 985 |
| <i>La saisonnalité des ventes .....</i>                             | 987 |
| <i>Les baisses non anticipées de flux de trésorerie .....</i>       | 989 |
| <i>Les augmentations non anticipées de flux de trésorerie .....</i> | 991 |

|  |      |
|--|------|
| 27.2. Le principe de correspondance emplois-ressources .....     | 992  |
| <i>Le BFR structurel</i> .....                                   | 993  |
| <i>Le BFR conjoncturel</i> .....                                 | 993  |
| <i>Quelle politique financière à court terme ?</i> .....         | 993  |
| 27.3. Le financement à court terme par crédit bancaire .....     | 995  |
| <i>Le découvert bancaire</i> .....                               | 995  |
| <i>La facilité de caisse</i> .....                               | 995  |
| <i>Le crédit spot</i> .....                                      | 995  |
| <i>La ligne de crédit à court terme</i> .....                    | 996  |
| <i>Le crédit relais</i> .....                                    | 996  |
| <i>Les crédits par signature</i> .....                           | 997  |
| <i>Conditions et coûts d'un emprunt à court terme</i> .....      | 997  |
| 27.4. Le financement à court terme sur le marché monétaire ..... | 998  |
| 27.5. Les crédits de mobilisation .....                          | 999  |
| <i>La mobilisation des créances clients</i> .....                | 999  |
| <i>La mobilisation des stocks</i> .....                          | 1000 |
| Résumé .....   | 1002 |
| Exercices .....  | 1003 |

## Partie X

|                                      |      |
|--------------------------------------|------|
| <b>Pour aller plus loin...</b> ..... | 1005 |
|--------------------------------------|------|

## Chapitre 28

|   |      |
|---|------|
| <b>Les fusions-acquisitions</b> .....                                     | 1005 |
| 28.1. Les fusions-acquisitions : une histoire de vagues .....             | 1005 |
| 28.2. La réaction du marché aux annonces de rachat .....                  | 1009 |
| 28.3. Pourquoi acheter une entreprise ? .....                             | 1011 |
| <i>Réaliser des économies d'échelle et de gamme</i> .....                 | 1011 |
| <i>Réduire le pouvoir de marché des clients ou des fournisseurs</i> ..... | 1012 |
| <i>Maîtriser une compétence spécifique</i> .....                          | 1012 |
| <i>Profiter d'une rente de monopole</i> .....                             | 1013 |
| <i>Améliorer la manière dont la cible est gérée</i> .....                 | 1014 |
| <i>Profiter d'économies d'impôt</i> .....                                 | 1015 |
| <i>Tirer parti de la diversification</i> .....                            | 1016 |
| <i>Accroître les bénéfices</i> .....                                      | 1016 |
| <i>Servir les intérêts du dirigeant</i> .....                             | 1018 |

|  |      |
|--|------|
| 28.4. Comment racheter une société cotée ? .....                       | 1019 |
| <i>Comment valoriser une cible ?</i> .....                             | 1019 |
| <i>L'achat en Bourse</i> .....   | 1020 |
| <i>L'offre publique</i> .....  | 1021 |
| <i>Les arbitrages de fusion</i> .....                                  | 1023 |
| 28.5. Comment se défendre contre une OPA hostile ? .....               | 1024 |
| <i>Pourquoi refuser une offre d'achat ?</i> .....                      | 1024 |
| <i>Les défenses contre une OPA hostile</i> .....                       | 1024 |
| 28.6. Qui profite de la valeur créée à l'occasion d'une fusion ? ..... | 1029 |
| <i>Le problème du passager clandestin.</i> .....                       | 1029 |
| <i>Pourquoi les fusions existent-elles ?</i> .....                     | 1030 |
| <i>Les opérations de LBO (Leveraged Buy-Out)</i> .....                 | 1031 |
| <i>L'effet de la concurrence</i> .....                                 | 1033 |
| Résumé .....   | 1034 |
| Exercices .....  | 1036 |

## Chapitre 29

|  |      |
|--|------|
| <b>La gouvernance d'entreprise</b> .....                                   | 1039 |
| 29.1. Gouvernance d'entreprise et coûts d'agence .....                     | 1039 |
| 29.2. Le contrôle exercé par le Conseil d'administration .....             | 1041 |
| <i>Qui sont les administrateurs ?</i> .....                                | 1041 |
| <i>L'indépendance du Conseil d'administration</i> .....                    | 1042 |
| <i>La taille du Conseil d'administration.</i> .....                        | 1044 |
| 29.3. Politique de rémunération .....                                      | 1045 |
| <i>Incitations, actions gratuites et stock-options</i> .....               | 1045 |
| <i>Rémunération et sensibilité aux performances de l'entreprise.</i> ..... | 1046 |
| 29.4. Comment limiter le pouvoir d'un dirigeant ? .....                    | 1048 |
| <i>L'activisme actionnarial</i> .....                                      | 1049 |
| <i>La menace d'une prise de contrôle</i> .....                             | 1053 |
| 29.5. La réglementation .....  | 1054 |
| <i>Élaboration de codes de « bonne conduite »</i> .....                    | 1054 |
| <i>La loi sur les nouvelles régulations économiques</i> .....              | 1055 |
| <i>La loi sur la sécurité financière</i> .....                             | 1056 |
| <i>La lutte contre les délits d'initié.</i> .....                          | 1056 |
| <i>Et à l'étranger ?</i> .....   | 1057 |



|   |      |
|---|------|
| 29.6. La protection des actionnaires .....          | 1058 |
| <i>L'existence de blocs de contrôle</i> .....       | 1059 |
| <i>Les actions à droits de vote multiples</i> ..... | 1059 |
| <i>Les pyramides</i> .....                          | 1060 |
| <i>Les participations croisées</i> .....            | 1062 |
| 29.7. Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? .....    | 1062 |
| Résumé.....   | 1063 |
| Exercices .....                                     | 1065 |

## **Chapitre 30**

|  |      |
|--|------|
| <b>Gestion des risques</b> .....   | 1067 |
| 30.1. L'assurance .....  | 1068 |
| <i>Un exemple</i> .....  | 1068 |
| <i>La prime d'assurance en marché parfait</i> .....                            | 1070 |
| <i>Les gains liés à la souscription d'une police d'assurance</i> .....         | 1072 |
| <i>Les coûts de l'assurance</i> .....  | 1074 |
| <i>Pourquoi s'assurer ?</i> .....  | 1076 |
| 30.2. Le risque de variation de prix des matières premières .....              | 1076 |
| <i>Couverture par intégration verticale ou stockage</i> .....                  | 1077 |
| <i>Couverture grâce à des contrats d'approvisionnement de long terme</i> ..... | 1078 |
| <i>Couverture par des contrats à terme (futures)</i> .....                     | 1080 |
| 30.3. Le risque de change.....   | 1084 |
| <i>Fluctuations des taux de change</i> .....                                   | 1084 |
| <i>Couverture par le change à terme</i> .....                                  | 1086 |
| <i>Stratégie de cash-and-carry et prix des forwards</i> .....                  | 1088 |
| <i>Couverture avec des options</i> .....                                       | 1092 |
| 30.4. Le risque de taux d'intérêt.....   | 1098 |
| <i>Mesurer le risque de taux d'intérêt</i> .....                               | 1098 |
| <i>Couverture en duration</i> .....  | 1100 |
| <i>Couverture par des swaps</i> .....  | 1104 |
| Résumé.....  | 1109 |
| Exercices .....  | 1112 |
| <b>Index</b> .....   | 1119 |