

Zvi Bodie et Robert Merton

Finance ***3^e édition***

Édition française dirigée par Christophe Thibierge

Préface de Paul Samuelson

**NOUVEAUX
HORIZONS**

Le présent ouvrage a été traduit, adapté et actualisé à partir de *Finance*, publié par Prentice-Hall, Inc., a Pearson Education Company, Upper Saddle River, NJ, États-Unis.

Translation copyright © 2000 by Prentice-Hall Inc.

Original English language title : *Finance*, First Edition by Zvi Bodie and Robert Merton. Copyright © 1999. All rights Reserved. Published by arrangement with the original publisher, Prentice Hall Inc. a Simon and Schuster Company.

© 2011 Pearson Education France

Distribution Nouveaux Horizons – ARS, Paris,
pour l’Afrique francophone et Haïti.

ISBN : 978-2-35745-118-6

<http://ars-paris.state.gov>

Aucune représentation ou reproduction, même partielle, autre que celles prévues à l’article L. 122-5 2° et 3° a) du code de la propriété intellectuelle ne peut être faite sans l’autorisation expresse de Pearson Education France ou, le cas échéant, sans le respect des modalités prévues à l’article L. 122-10 dudit code.

*Je dédie ce livre à ma femme, Judy, et à mes filles,
Lara et Moriya, sans l'amour patient et l'encouragement desquelles
je n'aurais jamais pu mener cet ouvrage à bien.*

Zvi Bodie

*À Lisa, logophile et chrématiste,
et pour Samantha, Robert F. et Paul, le trio ineffable.*

Robert C. Merton

*À mes grands-parents,
à Caryn, la femme de ma vie,
et à Raphaël, qui a déjà compris la différence
entre un bonbon actuel et une espérance de bonbon.*

Christophe Thibierge

Sommaire

PARTIE I LA FINANCE ET LE SYSTÈME FINANCIER 1

- Chapitre 1 Qu'est-ce que la finance? 1
- Chapitre 2 Le système financier 25
- Chapitre 3 L'interprétation des documents financiers et la planification financière 73

PARTIE II LE TEMPS ET L'ALLOCATION DES RESSOURCES 119

- Chapitre 4 La valeur de l'argent dans le temps et l'actualisation des cash-flows 119
- Chapitre 5 Planifier ses finances personnelles 167
- Chapitre 6 Comment analyser des projets d'investissement 191

PARTIE III L'ÉVALUATION DES ACTIFS 221

- Chapitre 7 Principe de l'évaluation des actifs 221
- Chapitre 8 L'évaluation des obligations 245
- Chapitre 9 L'évaluation des actions 267

PARTIE IV GESTION DU RISQUE ET THÉORIE DU PORTEFEUILLE 289

- Chapitre 10 Principes de gestion du risque 289
- Chapitre 11 Couverture, assurance et diversification 319
- Chapitre 12 Le choix d'un portefeuille 355

PARTIE V MODÈLES D'ÉVALUATION 383

- Chapitre 13 Le modèle d'évaluation des actifs financiers 383
- Chapitre 14 Les cours à terme et les *futures* 403
- Chapitre 15 Les options et les actifs conditionnels 427

PARTIE VI FINANCE D'ENTREPRISE 463

- Chapitre 16 La structure de financement 463
- Chapitre 17 Finance et stratégie 495

Table des matières détaillée

Préface XIX

Avant-propos XXI

PARTIE I LA FINANCE ET LE SYSTÈME FINANCIER 1

Chapitre 1 Qu'est-ce que la finance? 1

- Résumé 1
- 1.1 Définition de la finance 3
- 1.2 Pourquoi étudier la finance? 4
 - 1.2.1 *Connaître un peu de finance va vous aider à gérer votre patrimoine* 4
 - 1.2.2 *Il faut un minimum de connaissances financières dans le monde des affaires* 5
 - 1.2.3 *Une carrière dans la finance peut être intéressante* 6
 - 1.2.4 *Pour faire des choix en tant que citoyen, il faut que vous ayez un minimum de connaissances sur le système financier et comment il fonctionne* 6
 - 1.2.5 *La finance peut être un domaine fascinant d'un point de vue purement intellectuel* 6
- 1.3 Les décisions financières des ménages 6
- 1.4 Les décisions financières des entreprises 8
- 1.5 Les différentes formes juridiques d'entreprises 10
- 1.6 La séparation entre propriétaires et dirigeants 11
 - 1.6.1 *Des dirigeants salariés ont souvent de meilleures compétences pour gérer la société* 12
 - 1.6.2 *Il est souvent nécessaire d'avoir une taille minimum pour lancer un projet* 12
 - 1.6.3 *Dans un environnement économique complexe, les propriétaires veulent diversifier leurs risques en investissant dans différentes entreprises à la fois* 13
 - 1.6.4 *La séparation entre propriété et décision permet de réaliser des économies dans la collecte des informations* 13
 - 1.6.5 *On peut citer l'effet de courbe d'apprentissage, couplé au principe de continuité de l'exploitation, pour recommander la séparation entre propriété et décision* 13
- 1.7 L'objectif des dirigeants 14
- 1.8 La sanction du marché : les OPA (Offres Publiques d'Achat) 18

- 1.9 Le rôle du cadre financier dans une entreprise 19
- Questions et problèmes 23

Chapitre 2 Le système financier 25

- Résumé 25
- 2.1 Qu'est-ce que le système financier? 27
- 2.2 Les flux financiers 28
- 2.3 L'approche fonctionnelle 30
 - 2.3.1 *Fonction n° 1 : Transférer des ressources dans le temps et l'espace* 31
 - 2.3.2 *Fonction n° 2 : Gérer le risque* 31
 - 2.3.3 *Fonction n° 3 : Les systèmes de compensation et de paiement* 32
 - 2.3.4 *Fonction n° 4 : Mettre en commun les ressources et subdiviser la propriété* 33
 - 2.3.5 *Fonction n° 5 : Fournir de l'information* 34
 - 2.3.6 *Fonction n° 6 : Gérer le problème des incitations* 36
- 2.4 L'innovation en finance et la « main invisible » 40
- 2.5 Les marchés financiers 43
- 2.6 Les taux des marchés financiers 44
 - 2.6.1 *Les taux d'intérêt* 44
 - 2.6.2 *Les taux de rentabilité des actions* 48
 - 2.6.3 *Les indices du marché et les portefeuilles indiciels* 49
 - 2.6.4 *Les taux de rentabilité historiques* 51
 - 2.6.5 *L'inflation et les taux d'intérêt réels* 53
 - 2.6.6 *L'équilibre des taux d'intérêt* 55
 - 2.6.7 *Les déterminants fondamentaux des taux de rentabilité* 57
- 2.7 Les intermédiaires financiers 59
 - 2.7.1 *Les banques* 59
 - 2.7.2 *Les autres institutions de dépôt* 60
 - 2.7.3 *Les compagnies d'assurances* 60
 - 2.7.4 *Les fonds de pension et les caisses de retraite* 61
 - 2.7.5 *Les OPCVM* 61
 - 2.7.6 *Les banques d'affaires* 62
 - 2.7.7 *Les sociétés de capital-risque* 62
 - 2.7.8 *Les gestionnaires de patrimoine* 62
 - 2.7.9 *Les sociétés d'information financière* 63
- 2.8 Les infrastructures et la régulation financières 63
 - 2.8.1 *Les règles de transactions* 63
 - 2.8.2 *Les systèmes comptables* 64
- 2.9 Les organismes publics et parapublics 64
 - 2.9.1 *Les banques centrales* 64
 - 2.9.2 *Les intermédiaires financiers spécifiques* 65
 - 2.9.3 *Les organisations internationales et mondiales* 65
- Annexe A 66
- Annexe B 68
- Questions et problèmes 71

Chapitre 3 L'interprétation des documents financiers et la planification financière 73

Résumé	73
3.1 L'utilité des documents financiers	75
3.2 L'analyse des documents financiers	77
3.2.1 Le bilan	77
3.2.2 Le compte de résultat	79
3.2.3 Le tableau des flux de trésorerie	81
3.2.4 L'annexe	84
3.3 Valeurs de marché et valeurs comptables	86
3.4 Mesure comptable et mesure économique des revenus	88
3.5 Rentabilité boursière et rentabilité financière (ou comptable)	90
3.6 L'analyse par les ratios	92
3.6.1 Les relations entre ratios	93
3.6.2 L'effet de levier financier	94
3.6.3 Les limites de l'analyse par les ratios	96
3.7 La planification financière	96
3.8 Comment bâtir un plan de financement	97
3.9 La croissance et les besoins de financement externes	101
3.9.1 Le potentiel de croissance pour une société	101
3.9.2 Une variante de la formule du potentiel de croissance	102
3.9.3 Implication de la formule du potentiel de croissance	103
3.9.4 Un exemple de potentiel de croissance	103
3.10 La gestion du BFR (Besoin en Fonds de Roulement)	104
3.11 Gestion de la liquidité et gestion de trésorerie	106
Annexe A	107
Questions et problèmes	110

PARTIE II LE TEMPS ET L'ALLOCATION DES RESSOURCES 119

Chapitre 4 La valeur de l'argent dans le temps et l'actualisation des cash-flows 119

Résumé	119
4.1 La capitalisation et les intérêts composés	121
4.1.1 Calculer des valeurs futures	123
4.1.2 Épargner pour ses vieux jours	125
4.1.3 Réinvestir à un taux différent	126
4.1.4 Rembourser un emprunt	127
4.2 Les taux d'intérêt équivalents	127
4.3 Valeur actuelle et actualisation	128
4.3.1 Un don de 100 euros ne vaut pas 100 euros	130
4.4 Les méthodes alternatives fondées sur l'actualisation des cash-flows	131
4.4.1 L'achat d'un terrain	135
4.4.2 L'argent des autres	135

4.5	Les projets avec plusieurs cash-flows futurs	137
4.5.1	<i>Les droites de temps</i>	137
4.5.2	<i>La valeur future d'une séquence de cash-flows</i>	137
4.5.3	<i>La valeur actuelle d'une séquence de cash-flows</i>	138
4.5.4	<i>Les investissements générant des cash-flows multiples</i>	138
4.6	Les annuités	138
4.6.1	<i>La valeur future d'une séquence d'annuités constantes</i>	139
4.6.2	<i>La valeur actuelle d'une séquence d'annuités constantes</i>	140
4.6.3	<i>L'achat d'une rente</i>	141
4.6.4	<i>Le cas d'un emprunt immobilier</i>	142
4.7	Les rentes perpétuelles	144
4.7.1	<i>L'investissement dans une action à dividende prioritaire (ADP)</i>	144
4.7.2	<i>L'investissement dans une action ordinaire</i>	145
4.8	L'amortissement d'un emprunt	146
4.8.1	<i>Un crédit auto « quasiment donné » ?</i>	147
4.9	Les cours de change et la valeur de l'argent dans le temps	148
4.9.1	<i>Le calcul d'une VAN à partir de plusieurs devises</i>	148
4.10	L'actualisation des cash-flows et l'inflation	149
4.10.1	<i>Inflation et valeurs futures</i>	150
4.10.2	<i>Épargner pour les études de ses enfants : 1</i>	151
4.10.3	<i>Les placements indexés sur l'inflation</i>	151
4.10.4	<i>Pourquoi les emprunteurs y gagnent quand l'inflation augmente</i>	152
4.10.5	<i>Inflation et valeurs actuelles</i>	152
4.10.6	<i>Épargner pour les études de ses enfants : 2</i>	153
4.10.7	<i>Planifier son épargne en fonction de l'inflation</i>	154
4.10.8	<i>Épargner pour les études de ses enfants : 3</i>	154
4.10.9	<i>Inflation et décisions d'investissement</i>	156
4.11	Les choix de placement et l'impôt	156
4.11.1	<i>Faut-il investir dans des placements exonérés d'impôt ?</i>	157
	Annexe	158
	Questions et problèmes	161

Chapitre 5 Planifier ses finances personnelles 167

	Résumé	167
5.1	Planifier son épargne sur toute sa vie	168
5.1.1	<i>Première approche : une retraite qui soit un pourcentage de votre salaire</i>	169
5.1.2	<i>Deuxième approche : avoir le même pouvoir d'achat avant et après la retraite</i>	170
5.2	La prise en compte des cotisations retraite	176
5.3	Comment différer le paiement de ses impôts en souscrivant à des plans d'épargne retraite	178
5.4	Devez-vous investir dans des études supérieures ?	180
5.5	Vaut-il mieux acheter ou louer ?	181
	Questions et problèmes	186

Chapitre 6 Comment analyser des projets d'investissement 191

- Résumé 191
- 6.1 L'analyse des projets d'investissement 193
- 6.2 D'où viennent les idées de projets? 194
- 6.3 La valeur actuelle nette (VAN) 195
- 6.4 L'estimation des cash-flows d'un projet 196
- 6.5 Le coût du capital 199
- 6.6 L'analyse de sensibilité des cash-flows : intérêt des tableaux 201
 - 6.6.1 *Le point mort* 203
 - 6.6.2 *La sensibilité de la VAN à la croissance des ventes* 204
- 6.7 L'analyse des projets de réduction des coûts 204
- 6.8 Les projets avec des durées de vie différentes 206
- 6.9 Les projets mutuellement exclusifs 207
- 6.10 Choix d'investissement et inflation 209
 - Questions et problèmes 213

PARTIE III L'ÉVALUATION DES ACTIFS 221**Chapitre 7 Principe de l'évaluation des actifs 221**

- Résumé 221
- 7.1 La relation entre la valeur d'un actif et son prix 223
- 7.2 La relation entre les décisions financières et la maximisation de la valeur 223
- 7.3 La loi du prix unique et l'arbitrage 225
- 7.4 L'arbitrage et le prix des actifs financiers 226
- 7.5 La loi du prix unique et les taux d'intérêt 228
- 7.6 Les cours de change et l'arbitrage triangulaire 228
- 7.7 L'évaluation par comparaisons 231
- 7.8 Les modèles d'évaluation 231
 - 7.8.1 *Évaluer l'immobilier* 232
 - 7.8.2 *Évaluer des actions* 232
- 7.9 Les mesures comptables de la valeur 233
- 7.10 L'intégration de l'information dans les cours boursiers 234
- 7.11 L'hypothèse d'efficacité des marchés 235
 - Annexe 237
 - Questions et problèmes 241

Chapitre 8 L'évaluation des obligations 245

- Résumé 245
- 8.1 L'utilisation de l'actualisation pour évaluer les titres à revenu fixe 246
- 8.2 Les fondements de l'évaluation : les obligations à coupon zéro 248

8.3	Les obligations ordinaires, le rendement actuel et le rendement à l'échéance	251
8.3.1	<i>Attention aux obligations « à rendement élevé »</i>	254
8.4	Comment lire les cotations des obligations	255
8.5	Pourquoi, pour la même échéance, les rendements peuvent varier	256
8.5.1	<i>L'impact du taux nominal</i>	256
8.5.2	<i>L'impact du risque de défaut et de la fiscalité</i>	257
8.5.3	<i>Autres facteurs influençant le rendement</i>	258
8.6	L'évolution du cours des obligations dans le temps	258
8.6.1	<i>Le temps qui passe</i>	258
8.6.2	<i>Le risque de taux</i>	260
8.7	Quelques obligations particulières	261
8.7.1	<i>Les obligations démembrées</i>	261
8.7.2	<i>Obligations avec prime d'émission et/ou prime de remboursement</i>	261
	Questions et problèmes	264

Chapitre 9 L'évaluation des actions 267

	Résumé	267
9.1	Comment lire les cotations des actions	268
9.2	L'évaluation par les dividendes actualisés	269
9.2.1	<i>L'évaluation par les dividendes actualisés avec un taux de croissance constant (modèle de Gordon-Shapiro)</i>	270
9.3	Les bénéfiques et les opportunités d'investissement	272
9.4	Une relecture de l'évaluation par le Price Earning Ratio (PER)	276
9.5	Est-ce que la politique de dividende affecte la richesse des actionnaires?	277
9.5.1	<i>Le paiement de dividendes en numéraire et les rachats d'actions</i>	278
9.5.2	<i>Le paiement des dividendes en actions gratuites</i>	279
9.5.3	<i>La politique de dividende dans un environnement parfait</i>	280
9.5.4	<i>La politique de dividende dans le monde réel</i>	282
	Questions et problèmes	286

PARTIE IV GESTION DU RISQUE ET THÉORIE DU PORTEFEUILLE 289

Chapitre 10 Principes de gestion du risque 289

	Résumé	289
10.1	Qu'est-ce que le risque?	291
10.1.1	<i>La gestion du risque</i>	292
10.1.2	<i>L'exposition au risque</i>	293
10.2	Risque et décisions économiques	294
10.2.1	<i>Les risques supportés par les ménages</i>	295
10.2.2	<i>Les risques supportés par les entreprises</i>	296
10.2.3	<i>Le rôle de l'État dans la gestion des risques</i>	297

10.3	Le processus de gestion du risque	297
10.3.1	<i>Identification du risque</i>	298
10.3.2	<i>Évaluation du risque</i>	299
10.3.3	<i>Sélection des techniques de gestion du risque</i>	299
10.3.4	<i>Mise en œuvre</i>	300
10.3.5	<i>Contrôle</i>	300
10.4	Les trois dimensions du transfert de risque	301
10.4.1	<i>La couverture</i>	301
10.4.2	<i>L'assurance</i>	301
10.4.3	<i>La diversification</i>	302
10.5	Transfert de risque et efficience économique	304
10.5.1	<i>La répartition efficiente des risques</i>	305
10.5.2	<i>L'allocation des risques et des ressources</i>	305
10.6	Les institutions de gestion des risques	306
10.7	La théorie du portefeuille	308
10.8	Les distributions de probabilité des rentabilités	309
10.9	L'écart type comme mesure du risque	312
	Annexe	314
	Questions et problèmes	317

Chapitre 11 Couverture, assurance et diversification 319

	Résumé	319
11.1	L'utilisation des contrats à terme et de futures comme instruments de couverture	321
11.2	La couverture du risque de change grâce aux <i>swaps</i>	326
11.3	La couverture du risque de défaut par l'adossement	328
11.4	La minimisation du coût de la couverture	328
11.5	Assurance ou couverture	329
11.6	Caractéristiques principales des contrats d'assurance	331
11.6.1	<i>Les exclusions et les plafonds</i>	331
11.6.2	<i>Les franchises</i>	332
11.6.3	<i>Le copaiement (franchise proportionnelle)</i>	332
11.7	Les garanties financières	332
11.8	Les taux d'intérêt plafonds (<i>caps</i>) et planchers (<i>floors</i>)	333
11.9	Les options considérées comme des assurances	333
11.9.1	<i>Les options de vente d'actions</i>	334
11.9.2	<i>Les options de vente d'obligations</i>	335
11.10	Le principe de diversification	335
11.10.1	<i>La diversification de risques non corrélés</i>	336
11.10.2	<i>Le risque non diversifiable (risque systématique)</i>	338
11.11	La diversification et le coût de l'assurance	340
	Annexe	342
	Questions et problèmes	347

Chapitre 12 Le choix d'un portefeuille 355

Résumé	355
12.1 La démarche de constitution d'un portefeuille personnel	356
12.1.1 <i>Des horizons différents</i>	357
12.1.2 <i>Des horizons différents</i>	358
12.1.3 <i>La tolérance au risque</i>	360
12.1.4 <i>Le rôle des gestionnaires de portefeuille professionnels</i>	360
12.2 L'arbitrage entre rentabilité espérée et risque	361
12.2.1 <i>Qu'est-ce qu'un actif sans risque ?</i>	361
12.2.2 <i>La combinaison d'un actif risqué et d'un actif sans risque</i>	362
12.2.3 <i>Comment obtenir une rentabilité donnée : 1</i>	365
12.2.4 <i>Le portefeuille efficient</i>	365
12.3 La diversification efficiente avec plusieurs actifs risqués	366
12.3.1 <i>Le portefeuille constitué de deux actifs risqués</i>	367
12.3.2 <i>La combinaison optimale d'actifs risqués</i>	369
12.3.3 <i>Le choix du portefeuille préféré</i>	371
12.3.4 <i>Comment obtenir une rentabilité donnée : 2</i>	372
12.3.5 <i>Le portefeuille constitué d'un grand nombre d'actifs risqués</i>	374
Annexe	376
Questions et problèmes	378

PARTIE V MODÈLES D'ÉVALUATION 383

Chapitre 13 Le modèle d'évaluation des actifs financiers 383

Résumé	383
13.1 Le modèle d'évaluation des actifs financiers en bref	385
13.2 Les fondements de la prime de risque du portefeuille de marché	388
13.3 Le Bêta et les primes de risque des titres financiers	389
13.4 L'utilisation du Médaf dans le choix de portefeuille	391
13.5 Le coût des capitaux propres et les taux d'actualisation normatifs	394
13.5.1 <i>Les modèles d'évaluation par les cash-flows actualisés</i>	394
13.5.2 <i>Le coût du capital</i>	395
13.5.3 <i>Les sociétés publiques ou sujettes à la régulation des prix</i>	396
13.6 Évolutions du Médaf et modèles alternatifs	396
Questions et problèmes	398

Chapitre 14 Les cours à terme et les futures 403

Résumé	403
14.1 Les différences entre les contrats à terme et les futures	405
14.2 La fonction économique des marchés de futures	407
14.3 Le rôle des spéculateurs	408
14.4 La relation entre le cours comptant et le cours à terme pour les matières premières	410

14.5	L'information contenue dans les cours à terme des matières premières	410
14.6	La parité cours comptant – cours à terme pour l'or	411
	14.6.1 <i>Le coût de portage « implicite »</i>	413
14.7	Les <i>futures</i> financiers	414
14.8	Le taux sans risque « implicite »	416
14.9	Le cours à terme n'est pas une prévision du cours comptant <i>futur</i>	417
14.10	La parité cours comptant – cours à terme avec versements intermédiaires	418
14.11	Les dividendes « implicites »	419
14.12	La parité des cours de change	419
14.13	Le rôle des anticipations dans la détermination des cours de change	420
	Annexe	422
	Questions et problèmes	425

Chapitre 15 Les options et les actifs conditionnels 427

	Résumé	427
15.1	Le fonctionnement des options	429
	15.1.1 <i>Les options sur indice</i>	432
15.2	L'utilisation des options	432
15.3	La relation de parité <i>put-call</i>	437
15.4	Volatilité et valeur des options	440
15.5	Le modèle à deux états	441
15.6	La réplication dynamique et le modèle binomial	443
15.7	Le modèle de Black et Scholes	444
15.8	La volatilité implicite	447
15.9	La théorie des options appliquée à la finance d'entreprise	448
15.10	L'évaluation des cautions et garanties	452
	15.10.1 <i>Application pratique</i>	454
15.11	Les autres applications de la théorie des options	454
	Questions et problèmes	460

PARTIE VI FINANCE D'ENTREPRISE 463

Chapitre 16 La structure de financement 463

	Résumé	463
16.1	Financements internes et externes	465
16.2	Le financement par capitaux propres	466
16.3	Le financement par dettes	467
	16.3.1 <i>Les dettes sécurisées</i>	467
	16.3.2 <i>Le crédit-bail</i>	468
	16.3.3 <i>Les engagements de retraite</i>	469
16.4	La neutralité de la structure de financement dans un marché parfait	470

XVIII Finance

- 16.5 Décisions de financement et création de valeur 474
- 16.6 La réduction des coûts 475
 - 16.6.1 *Les impôts et subventions* 475
 - 16.6.2 *Les coûts de faillite* 478
- 16.7 La gestion des conflits d'intérêts 479
 - 16.7.1 *Les conflits dirigeants-actionnaires : le free cash-flow* 479
 - 16.7.2 *Les conflits actionnaires-créanciers financiers* 480
- 16.8 La création de nouvelles opportunités 481
- 16.9 Les décisions de financement en pratique 481
 - 16.9.1 *Le cas de cinq sociétés* 482
 - 16.9.2 *Les cinq méthodes de financement* 483
- 16.10 Structure de financement et choix d'investissement 485
 - 16.10.1 *Comparaison des trois méthodes de choix d'investissement* 485
 - Questions et problèmes 492

Chapitre 17 Finance et stratégie 495

Résumé 495

- 17.1 Fusions et acquisitions 496
- 17.2 Les filialisations (*spinoffs*) 501
- 17.3 L'investissement dans les options réelles 502
 - 17.3.1 *Un exemple* 502
 - 17.3.2 *Application de la formule de Black et Scholes à l'évaluation des options réelles* 504
- Questions et problèmes 509

Notes 511

Glossaire 521

Lexique français/anglais et anglais/français 531

Synonymes 539

Remerciements académiques 543

Index 549

Les auteurs 559

Préface

Chaque année, des dizaines de nouveaux manuels sont publiés. Ce n'est pas étonnant. Comme le disait Willie Sutton au juge qui lui demandait pourquoi il attaquait des banques : « C'est là que se trouve l'argent ». Mais ce n'est qu'une fois tous les dix ans qu'on voit arriver un ouvrage original et innovant, qui définit de nouveaux standards de pédagogie et d'excellence. Ce manuel *Finance* est attendu depuis longtemps. Mais la clarté, comme le bon vin, demande du temps.

Entre-temps, Robert Merton a reçu le prix Nobel d'économie en 1997. Dans son cas, la question n'a jamais été « L'aura-t-il ? », mais plutôt « Quand l'aura-t-il ? », car cela a été assez dit : Robert Merton est l'Isaac Newton de la finance moderne. Depuis leurs études au MIT, Bodie et Merton ont toujours travaillé efficacement ensemble. M'exprimant en tant qu'un de leurs anciens professeurs, j'admire leur démonstration selon laquelle l'eau peut monter plus haut que sa source. La finance qui importe aux professionnels d'aujourd'hui va au-delà des outils qui ont révolutionné Wall Street, à savoir l'évaluation du prix des options et autres produits dérivés. Bien sûr, ces outils sont importants, tant sur le plan théorique que pratique. Mais comme le montre le sujet de ce livre, c'est l'ensemble des domaines de l'économie financière, du choix des investissements, des finances personnelles et de l'évaluation qui est à l'honneur dans cet ouvrage révolutionnaire en terme de clarté.

Je gémis : « Mais pourquoi n'ai-je pas eu un manuel comme celui-là quand j'étais étudiant ? » De fait, le futur dure plus longtemps que le passé, aussi je souhaite que les étudiants futurs récoltent longtemps ce que ces auteurs ont semé.

Bonne lecture.



Paul Samuelson
Prix Nobel en sciences économiques (1970)
Massachusetts Institute of Technology

Avant-propos

Finance est un manuel pour le cours fondamental de finance en MBA, Licence, Baccalauréat économique (Canada), Maîtrise, Mastère Spécialisé ou dans les premières années de grande école. Contrairement à la plupart des manuels d'introduction à la finance, cet ouvrage ne se cantonne pas à la finance d'entreprise, et insiste davantage sur les principes fondamentaux de la finance. Nous pensons que cette démarche est plus à même de donner des repères de réflexion et de compréhension pour mieux appréhender les outils de gestion financière que nous proposons. Le succès de la version préliminaire de ce manuel en atteste, que ce soit auprès de publics d'étudiants en gestion, économie, droit ou mathématiques, ainsi que pour les cadres d'entreprises qui recherchent en même temps une présentation exhaustive du champ de la finance, et les outils opérationnels qui permettent d'optimiser leurs décisions.

ASPECT INTERNATIONAL ET VERSION FRANCOPHONE

Finance a été conçu pour pouvoir être utilisé dans n'importe quelle partie du monde. Les concepts présentés sont valides dans la plupart des pays, et présentent un intérêt aussi bien pour un étudiant en Argentine qu'en Inde ou en Asie. Les aspects internationaux de la finance sont évoqués tout au long du livre, et non cantonnés à des chapitres « internationaux » séparés.

La version francophone de ce manuel ne doit pas être considérée comme une version franco-française. Elle est dédiée aux étudiants francophones de tous les continents, à nos collègues en Belgique, Suisse et Afrique francophone, ainsi qu'à nos amis canadiens. Les exemples américains ont été réduits, mais pas systématiquement éliminés, pour ne pas tomber d'un extrême dans l'autre. La diversité des pratiques, source d'enrichissement, ne doit pas faire oublier qu'il existe un grand mouvement d'harmonisation, tant pour des raisons évidentes de communication (harmonisation des principes comptables et de la communication financière, standardisation des produits financiers) que pour refléter des préoccupations communes aux systèmes financiers de tous les pays (sécurité sociale, systèmes de retraite). En tout état de cause, les principes de la finance s'appliquent aussi bien à la gourde haïtienne qu'au dollar australien ou au franc CFA.

OBJECTIF DU MANUEL

Dans la plupart des domaines d'enseignement supérieur, par exemple la chimie, le principe du cours fondamental est de présenter les principes généraux de la discipline, et de permettre à l'étudiant d'appréhender les ramifications de l'ensemble du domaine. Ce cours permet ainsi d'établir une fondation solide et de se préparer à des cours d'approfondissement, par exemple la chimie organique ou la chimie du solide. Conformément à cette approche, nous avons décidé de présenter tous les domaines de la finance – finance d'entreprise, investissements, institutions financières – au sein d'un unique cadre conceptuel.

CONTENU ET PLAN DE L'OUVRAGE

La finance, en tant que discipline scientifique, consiste en l'étude de l'allocation de ressources rares, au fil du temps, en situation d'incertitude. Il y a trois « piliers » analytiques de la finance : l'optimisation dans le temps (ou comment opérer des choix financiers au fil du temps), l'évaluation des actifs, et la gestion des risques (y compris la théorie du portefeuille). Chacun de ces piliers consiste en quelques lois et principes généraux, ainsi que leurs développements théoriques et pratiques.

Ce manuel est divisé en six grandes parties. La partie I explique ce qu'est la finance, puis présente le système financier, et détaille la présentation et l'utilisation des documents financiers (bilan, compte de résultat, tableau des flux de trésorerie, annexe). Les parties II, III et IV correspondent respectivement aux trois piliers de la finance et créent le lien entre les principes financiers et les décisions pratiques, soit des ménages (épargne, consommation et placement sur la durée d'une vie), soit des entreprises (choix d'investissement). La partie V présente l'évaluation des actifs financiers d'un point de vue théorique, avec le Modèle d'évaluation des actifs financiers (Médaf), puis détaille l'évaluation des options, des contrats de *futures*, ainsi que des actifs conditionnels comme la dette financière des entreprises et son impact sur les décisions d'investissement. La partie VI traite des thèmes importants en stratégie d'entreprise : les rapports entre les choix de financement et la création de valeur, les fusions et acquisitions, et l'utilisation des options réelles en choix d'investissement.

OUTILS PÉDAGOGIQUES

Dans le manuel :

- De nombreux exemples sont donnés tout au long du texte pour permettre une mise en pratique immédiate des concepts présentés.
- Des *tests sur les concepts* jalonnent les chapitres, pour aider le lecteur à évaluer sa compréhension du sujet traité. Les réponses aux tests sont données en fin de chapitre.
- Des *encadrés*, issus de coupures de presse ou de synthèses de documents, sont insérés dans le texte pour encourager le lecteur à mettre en pratique les concepts présentés, dans sa lecture quotidienne de la presse ou dans sa vie personnelle.
- À chaque fin de chapitre se trouvent des *lectures recommandées*, et des *problèmes de réflexion*, classés par sujet et par ordre de difficulté croissante.

- En fin d'ouvrage se trouvent un *glossaire*, un *lexique français/anglais (américain)/français*, une liste des termes *synonymes*, et un *index* des mots clés.

Sur Internet :

Le principal lien de référence est celui de Prentice-Hall, éditeur de la version américaine de *Finance*. Le site correspondant au manuel est situé à l'adresse suivante : <http://www.prenhall.com/bodie>. Ce site permet de naviguer entre les différents chapitres de l'ouvrage et de collecter des informations et exercices supplémentaires. Signalons quelques-unes des rubriques du site :

- *Current events* : organisé chapitre par chapitre, fournit des articles de presse récents en rapport avec le sujet traité dans le chapitre, ainsi que des exercices et réflexions tirés de l'actualité.
- *Internet exercises* : propose des cas et exercices thématiques, fondés sur la recherche d'informations sur Internet. Les liens vers les sites concernés (bases de données, sites d'entreprises) sont donnés dans l'énoncé des cas.
- *Student resources* : fournit des fichiers informatiques se rapportant aux chapitres de l'ouvrage : présentations PowerPoint du sujet et feuilles Excel.
- *Faculty resources* : réservé aux enseignants, par l'octroi d'un mot de passe. Fournit des fichiers informatiques se rapportant aux chapitres de l'ouvrage, notamment les corrigés de problèmes de réflexion en fin de chapitre.
- *Research area* : recense des pages web intéressantes. La rubrique « Finance » compte plusieurs centaines de liens classés par ordre alphabétique, notamment des institutions (le Nasdaq, la Berd, la Banque mondiale...), des sociétés (JP Morgan, Salomon brothers), des textes de réflexion, des outils et des bases de données financières.

Par ailleurs, des liens de référence sont cités en notes dans l'ouvrage.

Les principaux éléments de ce site seront repris, développés, complétés et mis à jour en français à l'adresse : <http://intranet.escpeurope.eu/~bmt/>.

FLEXIBILITÉ D'ENSEIGNEMENT

Au lieu d'être focalisé uniquement sur la finance d'entreprise, comme la plupart des manuels généraux en finance, cet ouvrage présente les « blocs théoriques » et les applications pratiques qui sont indispensables dans *tous* les domaines de la finance : marchés financiers, institutions financières, finances personnelles, et bien sûr, finance d'entreprise. *Finance* peut donc servir de point de départ à des cours d'approfondissement spécifiques. Le texte des chapitres est conçu pour offrir une grande liberté dans le choix des thèmes traités et le niveau de détail souhaité.

Un des résultats de cette flexibilité est de pouvoir bâtir un enseignement cohérent « sur mesure » : un enseignant qui souhaite se concentrer sur la finance d'entreprise détaillera les chapitres 3, 6, 13, 16 et 17, et pourra puiser dans les parties III et IV les concepts nécessaires à l'évaluation des actifs et à la gestion des risques ; un professeur qui souhaite traiter des instruments de marché et du choix de portefeuille pourra se fonder sur les trois piliers conceptuels, et insister sur les notions évoquées dans les parties IV et V.

NIVEAU REQUIS EN MATHÉMATIQUES

Cet ouvrage ne nécessite que des notions d'algèbre élémentaire : toute personne qui sait élever un nombre à la puissance pourra comprendre et appliquer les formules évoquées. Pour des sujets plus techniques, comme l'optimisation de portefeuille, une connaissance élémentaire des statistiques peut être utile.

REMERCIEMENTS PERSONNELS

Cet ouvrage a été conçu sur plusieurs années. Un grand nombre de professeurs de finance nous ont guidés, par leurs relectures et leurs conseils, et beaucoup nous ont envoyé leurs commentaires sur l'édition préliminaire de l'ouvrage : une liste détaillée de tous ces contributeurs, et nos remerciements académiques, sont situés en annexe.

Pour l'édition américaine, nous tenons à remercier spécialement la *Harvard Business School*, où nous avons eu la possibilité de travailler ensemble pour développer et enrichir le cadre d'analyse détaillé dans ce manuel. Nous remercions notre chef de projet, Jane Tufts, qui nous a obligés à clarifier notre présentation des théories financières et à les illustrer avec des exemples courants. Dans notre vocabulaire, le verbe *to tuft* signifie désormais « s'exprimer clairement, de manière concrète et concise ». Nous remercions aussi Linda Harricale pour son aide précieuse. L'équipe éditoriale de Prentice-Hall a été remarquablement patiente pendant les années de maturation de cet ouvrage. Nous tenons à remercier spécialement Will Ethridge, qui nous a convaincus d'écrire pour Prentice-Hall, et Leah Jewell, dont le soutien, l'enthousiasme et le travail chez Prentice-Hall n'ont jamais fait défaut pendant ces années. Enfin nous remercions l'équipe éditoriale de Paul Donnelly et Gladys Soto pour ses initiatives, son imagination et son amitié jusque dans la dernière phase de production de ce manuel.

Pour la version francophone, nous souhaitons remercier ESCP Europe pour son aide et la mise à disposition de ses ressources, et plus particulièrement les professeurs du Département Finance. Au sein de ce département, nos remerciements les plus sincères vont à Cécile Miranda, dont le professionnalisme et la gentillesse ont une fois de plus été mis à contribution, avec un résultat, comme toujours, parfaitement efficace. Nous remercions Geoffrey Staines, fondateur des Éditions Village Mondial, pour nous avoir encouragés dans ce projet, et Guillaume de Lacoste Lareymondie, pour sa rigueur éditoriale et sa capacité d'écoute quotidienne. Enfin, nos sincères remerciements vont à Catherine Refait, pour sa relecture attentive et ô combien argumentée.

Pour reprendre la formule consacrée, il va de soi que l'auteur francophone (thibierge@escpeurope.eu) reste seul responsable des erreurs, barbarismes, solécismes, impropriétés et autres translations de langage que cet ouvrage peut contenir.

Zvi Bodie
Robert Merton
Christophe Thibierge

CHAPITRE

1 Qu'est-ce que la finance?

OBJECTIFS

- Définir la finance.
- Expliquer l'intérêt d'étudier la finance.
- Présenter deux des principaux acteurs du monde de la finance – les ménages et les entreprises – et le type de décisions financières qu'ils prennent. Les autres acteurs, les intermédiaires financiers et l'État, sont présentés dans le chapitre 2.

PLAN

- 1.1 Définition de la finance
- 1.2 Pourquoi étudier la finance ?
- 1.3 Les décisions financières des ménages
- 1.4 Les décisions financières des entreprises
- 1.5 Les différentes formes juridiques d'entreprises
- 1.6 La séparation entre propriétaires et dirigeants
- 1.7 L'objectif des dirigeants
- 1.8 La sanction du marché : les OPA (Offres Publiques d'Achat)
- 1.9 Le rôle du cadre financier dans une entreprise

RÉSUMÉ

La finance est l'étude des manières d'allouer des ressources rares au fil du temps. Les deux points qui distinguent la finance des autres disciplines sont que les décisions financières engendrent des coûts et profits répartis dans le temps, et que ceux-ci ne sont généralement pas connus par avance avec certitude, que ce soit par le décideur ou toute autre personne.

Une idée fondamentale de la finance est que l'objectif ultime du système est de satisfaire les *préférences de consommation* des individus. Les organisations économiques, comme les entreprises ou les gouvernements, existent pour permettre à cet objectif d'être finalement atteint. Beaucoup de décisions financières peuvent être

prises simplement en augmentant les possibilités de choix des individus, même si leurs préférences de consommation sont inconnues.

On peut citer au moins cinq bonnes raisons d'étudier la finance :

- pour gérer ses ressources personnelles ;
- pour intégrer le monde des affaires ;
- pour accéder à des métiers intéressants et rémunérateurs ;
- pour prendre des décisions pertinentes en tant que citoyen ;
- pour s'ouvrir l'esprit.

Les acteurs de la théorie financière sont les ménages, les entreprises, les intermédiaires financiers et les gouvernements. Les ménages ont une place à part dans la théorie, car l'objectif final du système est de satisfaire les préférences des individus, et la théorie financière explique le comportement des ménages comme une tentative de satisfaire ces préférences. Le comportement des entreprises est analysé en fonction de l'impact qu'il a sur le bien-être des ménages.

Les ménages peuvent prendre quatre types de décisions financières simples :

- *Les décisions d'épargner* : quelle part de leur revenu actuel doivent-ils épargner pour l'avenir ?
- *Les décisions de placement* : comment placer l'argent qui a été épargné ?
- *Les décisions de financement* : quand et comment les ménages peuvent-ils utiliser l'argent des autres pour réaliser leurs objectifs de consommation et de placement ?
- *L'optimisation des risques* : comment les ménages peuvent-ils réduire leurs risques financiers à l'avenir, et quand doivent-ils au contraire prendre plus de risques ?

Il y a trois domaines où s'exercent les décisions financières dans les entreprises : les choix d'investissement, la structure de financement, la gestion de l'exploitation.

On peut compter cinq raisons pour séparer le pouvoir de propriété (réservé aux actionnaires) et le pouvoir de décision (dévolu aux dirigeants) dans les entreprises :

- Des dirigeants salariés sont généralement plus compétents pour gérer l'entreprise.
- Pour atteindre une taille optimale, les ressources de plusieurs ménages doivent être regroupées.
- Dans un environnement économique incertain, les actionnaires vont désirer répartir leurs risques dans plusieurs sociétés. Une diversification de ce type est difficile à faire s'il n'y a pas séparation entre propriété et décision.
- Cette séparation permet de réaliser des économies dans les coûts de collecte de l'information.
- L'effet de courbe d'apprentissage, associé à la nécessité d'une continuité de l'exploitation : quand l'actionnaire est aussi dirigeant, un nouvel actionnaire-dirigeant doit apprendre le métier de l'ancien actionnaire-dirigeant s'il veut gérer efficacement la société. Dans le cas où l'actionnaire n'est pas dirigeant, l'activité continue même si l'entreprise est vendue, le dirigeant travaillant désormais pour le nouvel actionnaire.

La société anonyme est particulièrement bien adaptée à la séparation entre la propriété et la gestion des entreprises, car elle permet des changements assez fréquents d'actionnaires, par échange d'actions, sans que cela affecte l'activité de la société.

L'objectif principal des dirigeants est de maximiser la richesse des actionnaires. Cela conduit les dirigeants à faire des choix d'investissements identiques à ceux que chaque actionnaire aurait faits s'il avait dû prendre la décision lui-même.

Un marché boursier concurrentiel contraint fortement les dirigeants à rechercher la maximisation de la valeur de marché des actions de la société.

MOTS CLÉS

Finance • système financier • actif • allocation d'actifs • passif • situation nette • entreprise individuelle • entreprise en commandite • société anonyme • OPA • conflit d'intérêt • maximisation de la valeur.

- Vous avez commencé à épargner et toutes vos économies sont sur un compte. Devez-vous placer cet argent? Et dans quel type de placement financier?
- Vous voulez avoir une voiture. Devez-vous l'acheter ou la louer?
- Vous avez fait des petits boulots dans des cafétérias pendant vos études, et vous envisagez de créer votre propre restaurant dès que vous serez diplômé. Est-ce un bon choix? De combien d'argent devez-vous disposer au départ? Où pouvez-vous trouver cet argent?
- Dans une entreprise qui fabrique des ordinateurs, le DAF (directeur administratif et financier) vous demande s'il serait intéressant de développer l'activité dans le secteur des télécommunications. Ce développement coûterait 3 millions d'euros par an sur les prochaines années et devrait augmenter les profits de 1 million d'euros par an sur les années suivantes. Que conseillez-vous de faire?
- Vous faites partie d'une équipe qui travaille à la Banque Mondiale. La question est de savoir si vous octroyez un prêt à un petit pays d'Europe de l'Est pour financer un projet de centrale hydroélectrique. Comment allez-vous prendre votre décision?

Voici des exemples de décisions financières. Ce livre va vous fournir les moyens de répondre à ces questions – et à d'autres questions touchant à la finance – en vous présentant tous les principes de la gestion financière. Dans ce chapitre nous définissons ce qu'est la finance et en quoi il est intéressant de développer ses connaissances en finance. Puis nous présentons les principaux acteurs dans le monde de la finance – les ménages et les entreprises – et les types de décisions financières qu'ils prennent.

1.1 DÉFINITION DE LA FINANCE

La finance consiste à étudier comment des individus allouent des ressources rares *au fil du temps*. Deux caractéristiques différencient les décisions financières des autres types de décisions d'allocation de ressources : (1) les recettes et dépenses des décisions financières sont étalées dans le temps ; (2) ces recettes et dépenses ne sont généralement pas connues à l'avance avec précision, ni par le décideur, ni par quiconque. Pour décider si vous créez votre propre restaurant, par exemple, vous devez déterminer les *coûts* (les coûts d'investissement pour aménager l'endroit, pour acheter les fourneaux, les tables, les chaises, les petites ombrelles de papier pour mettre sur les desserts, et plus globalement, tous vos équipements) et comparer ces

coûts aux bénéfices incertains (vos profits futurs) que vous espérez obtenir dans les prochaines années.

Pour mettre en œuvre leurs décisions, les individus utilisent **le système financier**, c'est-à-dire *l'ensemble des marchés et des institutions qui permettent d'établir des contrats financiers et d'échanger des actifs et des risques*. Le système financier inclut les marchés d'actions, les marchés d'obligations et autres instruments financiers, les intermédiaires financiers (comme les banques et les compagnies d'assurances), les sociétés de service (comme les sociétés de conseil financier) et les instances régulatrices qui surveillent ces différents partenaires. Une partie importante de la finance consiste à étudier comment le système financier évolue.

La théorie financière est un ensemble de concepts destinés à organiser les décisions d'allocations des ressources dans le temps, et un ensemble d'outils (le plus souvent, des modèles mathématiques) pour permettre de comparer les différentes décisions possibles et mettre en œuvre la décision retenue. Ce sont les mêmes concepts, et les mêmes modèles, qui sont utilisés à tous les niveaux, aussi bien pour décider de louer une voiture que pour créer un restaurant, décider si une entreprise doit se développer dans le secteur des télécommunications, ou déterminer quels projets de développement la Banque Mondiale doit financer en priorité.

Une idée fondamentale de la finance : l'objectif ultime du système est de satisfaire les *préférences de consommation* des individus, y compris les besoins de la vie courante comme la nourriture, l'habillement, le logement. Les organisations économiques, par exemple les entreprises ou les États, existent pour faciliter la réalisation de cet ultime objectif.

1.2 POURQUOI ÉTUDIER LA FINANCE ?

Il y a au moins cinq bonnes raisons pour étudier la finance :

- pour gérer votre patrimoine personnel ;
- pour traiter avec le monde des affaires ;
- pour trouver des métiers intéressants et enrichissants ;
- pour prendre des décisions publiques comme un bon citoyen ;
- pour vous élargir l'esprit.

Détaillons ces raisons une par une.

1.2.1 Connaître un peu de finance va vous aider à gérer votre patrimoine

Pouvez-vous vous en sortir sans rien connaître de la finance ? C'est possible. Mais si vous êtes complètement ignorant, alors vous êtes à la merci des autres. Rappelez-vous le proverbe : « Un sot et son argent ne restent jamais bien longtemps ensemble. »

Dans certaines circonstances, vous demanderez l'aide d'experts. Il existe beaucoup de professionnels et de sociétés qui donnent des conseils financiers : des banquiers, des sociétés de Bourse, des courtiers d'assurances, des sociétés financières. Souvent, le conseil est « gratuit » si vous êtes considéré comme un client potentiel. Mais comment juger de la qualité du conseil qui vous est donné ? L'étude de la finance vous procure un cadre conceptuel pour répondre à cette question (Cf. Encadré 1.1).

Encadré 1.1*Vous avez besoin d'un conseiller financier?***Quelques conseils...**

Supposons que vous ayez un portefeuille boursier représentant 500 000 euros, une maison dont vous êtes propriétaire, quelques dettes « classiques » (un crédit pour votre voiture, et quelques crédits à la consommation) et quelques actions de votre entreprise. Vous voudriez savoir si ces placements sont avisés, s'ils peuvent vous garantir un complément de retraite, et si vous n'avez rien oublié : une assurance vie ? une garantie hospitalière ? Aussi, en lisant des prospectus, vous sélectionnez un conseiller qui travaille dans ce secteur depuis des années, présente une liste de références impressionnantes, n'a pas encore été arrêté, et qui semble vraiment sympathique. Et maintenant ?

Voici ce à quoi vous pourriez vous attendre : la plupart des conseillers / gestionnaires / courtiers financiers (faites votre choix) sont des courtiers en Bourse, des banquiers ou des agents d'assurances. Ils ont intérêt à vous faire changer la répartition de votre patrimoine, même si la répartition actuelle est appropriée. Certains courtiers facturent au nombre d'heures passées, comme des commissaires aux comptes ou des avocats. Il existe quelques tactiques pour passer entre les griffes de ces individus qui prétendent être des conseillers financiers.

- *Ne vous reposez pas aveuglément sur l'avis d'une personne.* D'accord, votre beau-frère peut clamer que son gestionnaire de patrimoine est génial, mais il faut qu'il sache vous le justifier, qu'il sache vous

dire dans quoi son argent est actuellement placé, et pourquoi c'est un bon choix, et si le rendement est bon ou pas. Sinon, il est comme quelqu'un qui vous dirait que son garagiste est fantastique, juste parce qu'il possède une dépanneuse. Ne vous reposez que sur l'avis de personnes dont il est clair qu'elles savent de quoi elles parlent.

- *N'accordez pas trop d'importance aux références.* Un titre professionnel (par exemple : « spécialiste en gestion financière ») signifie souvent simplement que l'individu a le droit de vous vendre des produits financiers, ou qu'il a passé quelques examens dans sa vie, ou qu'il a assisté à beaucoup de conférences à Paris ou à Milan. Demandez donc plutôt à ces conseillers ce qu'ils faisaient avant. La plupart ont travaillé précédemment dans la vente, mais de plus en plus de conseillers viennent d'autres professions : des comptables, des ingénieurs, des professeurs, des juristes... En règle générale, cela peut vous servir.
- *Méfiez-vous des choses suivantes.* Restez à distance de tout type de conseiller qui vend des actions d'entreprises exotiques, des structures de défiscalisation, des matières premières, des pièces anciennes, des œuvres d'art, des chevaux de course. Et quelqu'un qui prétend détenir des informations confidentielles, ou avoir une « stratégie automatiquement gagnante » est probablement soit une crapule, soit un idiot.

Source : Adapté d'un article d'Ellen E. Schultz, *The Wall Street Journal*, 22 mai 1998, p. C1.

1.2.2 Il faut un minimum de connaissances financières dans le monde des affaires

Même si vous ne comptez pas vous spécialiser en finance, vous devez néanmoins acquérir un minimum de concepts, techniques et vocabulaire utilisés par les financiers, de telle sorte que vous pourrez communiquer efficacement avec eux, et vous connaîtrez les limites de ce qu'ils peuvent faire pour vous.

1.2.3 Une carrière dans la finance peut être intéressante

Les opportunités d'emploi sont variées, potentiellement enrichissantes, et il existe beaucoup de carrières possibles comme « financier ». La plupart des financiers travaillent dans le secteur des services financiers : les banques, les compagnies d'assurances ou la gestion de patrimoine.

Mais une bonne partie des financiers se retrouve aussi à faire de la gestion financière pour des entreprises autres que financières, ou pour des gouvernements. Certains financiers deviennent même professeurs et chercheurs.

De même, des particuliers, des entreprises, des gouvernements, demandent souvent l'avis de consultants financiers. Enfin, une formation en finance donne souvent une bonne base pour exercer un métier de gestion. Ainsi, les PDG (président-directeur général) ou les DG (directeur général) des plus grandes sociétés au monde ont souvent commencé leur carrière dans la finance.

1.2.4 Pour faire des choix en tant que citoyen, il faut que vous ayez un minimum de connaissances sur le système financier et comment il fonctionne

Ce système financier représente une part importante des infrastructures de la plupart des pays développés. Beaucoup de gens pensent même qu'un bon système financier est une condition indispensable pour assurer la croissance et le développement économique d'un pays. En tant que citoyens, nous devons souvent prendre des décisions qui concernent la politique de notre pays, mais qui peuvent affecter le fonctionnement du système financier. Par exemple, voterez-vous pour un candidat qui veut annuler le système des retraites, ou un autre qui impose des contrôles stricts sur les transferts d'argent, et qui taxe lourdement les investissements sur les marchés financiers ?¹

1.2.5 La finance peut être un domaine fascinant d'un point de vue purement intellectuel

La finance vous aide à comprendre comment fonctionne le monde. L'étude scientifique de la finance a commencé il y a longtemps. La publication de *Richesse des nations* par Adam Smith en 1776 est généralement reconnue comme le début de la science économique. Aujourd'hui, les théoriciens de la finance sont généralement des économistes qui se sont spécialisés en finance. De fait, en 1990 puis en 1997, le prix Nobel d'économie a été attribué à des chercheurs en finance (Cf. Encadré 1.2).

1.3 LES DÉCISIONS FINANCIÈRES DES MÉNAGES

La plupart des ménages sont des familles, de taille et de caractéristiques différentes. À un extrême se trouve la *famille étendue*, où plusieurs générations vivent ensemble sous le même toit et partagent leurs ressources économiques. À l'autre extrême, on trouve des personnes vivant seules, ce que beaucoup de gens considèrent comme n'étant pas « une famille ». En finance, toutefois, tous sont classés comme « ménages ».

Encadré 1.2

Un prix Nobel d'économie pour des travaux en finance

En 1990, le prix Nobel d'économie a été attribué à trois chercheurs : Harry Markowitz, Merton Miller et William Sharpe, pour leurs apports scientifiques, qui ont aidé à développer aussi bien la théorie que la pratique financière. Détaillons brièvement leurs apports.

Harry Markowitz est le père de la théorie du portefeuille, c'est-à-dire l'étude scientifique des choix entre risque et rentabilité pour déterminer des stratégies d'investissement. Dans son article historique, «Choix de portefeuille», paru dans le *Journal of Finance* en 1952, il a bâti un modèle mathématique qui montrait comment, à taux de rentabilité fixé, les investisseurs pouvaient toujours trouver la stratégie qui leur assure le risque le plus faible. Le modèle de Markowitz est devenu une des bases de la théorie financière, et est régulièrement utilisé par les investisseurs professionnels.

William Sharpe s'est fondé sur les résultats de Markowitz et les a développés dans le domaine de la fixation des prix des actifs. En partant de l'hypothèse que, à tout moment, les prix des actifs vont s'ajuster en fonction de l'offre et de la demande, il a montré qu'il existe une structure très particulière des rentabilités exigées sur des actifs risqués («Les prix des actifs financiers : une théorie de l'équilibre de marché sous certaines conditions de risque», *Journal of Finance*, 1964). Cette structuration des rentabilités, proposée par le modèle de Sharpe, est aujourd'hui utilisée dans beaucoup de domaines de la théorie et de la pratique

financière, car elle permet de valoriser les différences de risque entre actifs.

Merton Miller a apporté ses contributions essentiellement en théorie de la finance d'entreprise. Avec Franco Modigliani (qui a déjà reçu le Prix Nobel d'économie), il a traité du problème des politiques de dividende et d'endettement des entreprises dans plusieurs articles, dont l'article fondateur «Coût du capital, finance d'entreprise et théorie de l'investissement» est paru dans l'*American Economic Review* en 1958. Le principal apport de ces deux auteurs a été d'attirer l'attention des théoriciens et des praticiens sur l'influence des politiques d'endettement et de distribution de dividendes sur la valeur des entreprises. Les propositions de MM (Modigliani-Miller), détaillées dans leurs articles, comptent parmi les fondations de la finance d'entreprise moderne.

En 1997, le prix Nobel d'économie fut à nouveau attribué à des chercheurs en finance. Les lauréats furent Robert C. Merton (un des auteurs de cet ouvrage) et Myron Scholes. Le comité Nobel a cité un troisième chercheur en finance, Fischer Black, dont la mort prématurée en 1995, à l'âge de 57 ans, a empêché qu'il partage cet honneur. Ces trois hommes ont découvert une formule mathématique pour évaluer le prix des options et autres produits dérivés, ce qui a eu un énorme impact sur la recherche et la pratique en finance. Cette formule est généralement connue sous le nom de Formule de Black et Scholes, ou Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes.

Les ménages sont confrontés à quatre types de décisions financières simples :

- *L'arbitrage consommation-épargne* : quelle partie des ressources actuelles du ménage doit être dépensée (en consommation) et combien doit être épargnée pour le futur ?
- *Les décisions de placement* : comment placer l'argent qui a été épargné ?
- *Les décisions de financement* : quand et comment les ménages peuvent-ils utiliser l'argent des autres pour réaliser leurs objectifs de consommation et de placement ?
- *L'optimisation des risques* : comment les ménages peuvent-ils réduire leurs risques financiers futurs, et quand doivent-ils au contraire prendre plus de risques ?

Parce qu'ils ont économisé une partie de leurs revenus en prévision du futur, les ménages ont accumulé une épargne qui peut prendre de nombreuses formes différentes. Ce peut être un ensemble de comptes bancaires, ou un investissement immobilier, ou des actions dans une société. Tous ces éléments sont des **actifs**. *Un actif est toute chose qui a une valeur économique*. Quand des ménages choisissent d'allouer leur épargne sous différentes formes, on parle de *placements personnels*, d'*investissements personnels* ou d'**allocation d'actifs**. En plus d'investir dans l'achat de leur propre maison, les individus vont souvent choisir d'investir dans des actifs financiers, comme des actions ou des obligations.

Quand un individu emprunte, il se charge d'un **passif**, qu'on appelle plus simplement une dette. La richesse d'un ménage, ou **situation nette**, se calcule comme la valeur de tous ses actifs moins la valeur de ses passifs. Par exemple, vous possédez une maison qui vaut 100 000 euros, et un compte bancaire créditeur de 20 000 euros. Vous devez aussi 80 000 euros à votre banque sur votre emprunt immobilier (un passif) et avez un encours de paiement de 5 000 euros sur votre carte de crédit. Votre situation nette est de 35 000 euros, soit vos actifs totaux (120 000 euros) moins vos passifs (85 000 euros).

Finalement, toutes les ressources de nos sociétés sont détenues par les ménages, car ce sont eux qui possèdent les entreprises (soit directement en tant que propriétaires, soit indirectement, car ils possèdent des actions, des polices d'assurances et de l'épargne investies dans ces sociétés) et ce sont eux qui paient les impôts que les États vont dépenser.

La théorie financière considère que les préférences de consommation des individus sont fixées. Même si ces préférences sont susceptibles de changer au fil du temps, la théorie financière ne s'intéresse pas de savoir comment ou pourquoi ces préférences changent². Le comportement des individus s'explique par la recherche de la satisfaction de ces préférences. Le comportement des entreprises et des États s'explique par la recherche du bien-être des individus.

Test 1.1 Quels sont les quatre types de décisions financières que doivent prendre les ménages? Donnez un exemple pour chaque décision.

1.4 LES DÉCISIONS FINANCIÈRES DES ENTREPRISES

Par définition, les entreprises sont des entités dont la fonction première est de produire des biens et des services. Comme les ménages, les entreprises peuvent avoir des tailles et des caractéristiques différentes. À un extrême, on trouve des petits artisans, des épiceries, des restaurants dont le propriétaire est un individu ou une famille. À l'autre extrême se trouvent des entreprises gigantesques, comme General Motors ou Nestlé, qui ont des milliers d'employés et plus encore d'actionnaires. La branche de la finance qui traite des décisions financières des entreprises s'appelle la *finance d'entreprise*.

Pour produire des biens et services, toutes les entreprises, petites ou grandes, ont besoin de *capital*. Les immeubles, machines, outillages, stocks et autres produits intermédiaires utilisés dans la production sont appelés *capital économique* (ou capital

physique, ou emplois). Les actions, obligations et autres dettes utilisées pour financer l'achat du capital d'exploitation sont appelées *capital financier* (ou ressources, ou financements).

La première décision qu'une entreprise doit prendre est de savoir dans quelle activité elle veut s'implanter. Cela s'appelle de la *planification stratégique*. Étant donné que la planification stratégique va consister notamment à comparer des dépenses et des profits répartis dans le temps, c'est un processus de décision largement financier.

La plupart du temps, une entreprise va avoir un cœur de métier, défini par sa ligne de produit, et elle se diversifiera éventuellement dans des métiers connexes. Par exemple, une entreprise produisant des ordinateurs peut décider de se lancer dans les logiciels. Ou dans la maintenance informatique.

Les objectifs stratégiques d'une entreprise peuvent évoluer au fil du temps, et même changer totalement. Ainsi, certaines entreprises se lancent dans des secteurs apparemment non reliés entre eux, et peuvent même décider d'abandonner leur activité initiale, ce qui fait que leur nom peut devenir complètement déconnecté de leur métier actuel. Par exemple, ITT était une compagnie de téléphone dans les années 20. Le nom signifiait «Télégraphe et Téléphone Internationaux». Dans les années 70, ITT était devenu un conglomérat international, implanté dans des secteurs comme l'assurance, la production de munitions, des chaînes hôtelières, des boulangeries, des loueurs de voitures, des mines, des forêts, du jardinage... en plus des télécommunications. Dans les années 80, ITT se dégagea de nombreuses activités et se concentra sur les hôtels et les casinos. En 1996, ITT avait abandonné son métier initial de producteur d'équipements téléphoniques et de télécommunications.

Quand les dirigeants d'une entreprise ont décidé quel est le métier dans lequel ils veulent se lancer, ils doivent alors planifier l'acquisition d'usines, de machines, de laboratoires de recherche, de magasins, d'entrepôts et autres investissements à long terme. Il faut aussi prévoir de former le personnel. Toutes ces tâches s'appellent *choix d'investissement*.

Quand on raisonne en termes de choix d'investissement, l'unité de base s'appelle un *projet d'investissement*. Procéder à des choix d'investissement consiste à trouver de nouvelles idées d'investissement, puis à les évaluer, à sélectionner le(s) projet(s) que l'on souhaite lancer, et le(s) lancer effectivement.

Une fois qu'une entreprise a décidé des projets qu'elle souhaite lancer, il faut encore trouver un financement. Mais, alors qu'en choix d'investissement, l'unité était le projet d'investissement individuel, en matière de *structure de financement*, on raisonne pour l'entreprise en entier. Les décisions de financement se focalisent sur la recherche d'une structure de financement viable pour *l'entreprise entière*. Une fois que cette structure de financement a été trouvée, alors seulement on se préoccupe d'optimiser au mieux cette structure de financement.

Les entreprises peuvent se financer avec quantité de moyens différents. Cela peut être un financement par titres cotés sur des marchés financiers organisés : des actions ordinaires, des actions à dividende prioritaire, des emprunts obligataires (ou *obligations*), des titres convertibles en actions. Cela peut être aussi un financement par emprunts bancaires, par apports en compte courant, par crédit-bail.

La structure financière d'une société détermine qui aura droit à quoi dans les cash-flows futurs³. Par exemple, une obligation procure un revenu fixe, déterminé à l'avance. Par opposition, une action procure une rémunération variable, qui est versée après que tous les autres partenaires de l'entreprise aient été payés. La structure

financière détermine aussi qui contrôlera l'entreprise. En général, ce contrôle est dans les mains des actionnaires qui, par l'exercice de leur droit de vote en assemblée générale, élisent le conseil d'administration de l'entreprise, le maintiennent en place ou le démettent. Mais de plus en plus souvent, les emprunts – obligataires ou bancaires – contiennent des clauses (*covenants*) qui visent à réduire la liberté des dirigeants et du conseil d'administration. Ainsi, ces clauses restrictives donnent aussi aux créanciers financiers un certain contrôle sur les affaires de l'entreprise.

La *gestion de l'exploitation* est aussi extrêmement importante. Les stratégies les plus prometteuses à long terme peuvent finir en eau de boudin si, dans le même temps, les dirigeants de l'entreprise oublient de gérer l'activité au jour le jour. Même dans une entreprise rentable et en forte croissance, les recettes et les dépenses n'arrivent pas forcément exactement en même temps. Les dirigeants se doivent de surveiller que les clients paient bien à temps, que les découverts bancaires ont été anticipés et gérés, et que les excédents temporaires de trésorerie ont été correctement placés.

Les décisions financières qu'une entreprise doit prendre – choix d'investissement, choix d'une structure de financement, gestion de l'exploitation – sont des décisions qui dépendent de son métier, de son environnement concurrentiel, et des contraintes légales et fiscales qu'elle supporte. Ces différentes décisions financières sont aussi très dépendantes les unes des autres.

Test 1.1 Quels sont les différents types de décisions financières que les entreprises doivent prendre? Donnez un exemple pour chaque décision.

1.5 LES DIFFÉRENTES FORMES JURIDIQUES D'ENTREPRISES

Il y a trois formes possibles pour une entreprise : entreprise individuelle, société en nom collectif, société anonyme. Une **entreprise individuelle** est une entreprise détenue par un particulier, ou une famille, où les actifs et les passifs de l'entreprise sont considérés comme faisant partie du patrimoine personnel du propriétaire. Un propriétaire individuel a une *responsabilité illimitée* sur les dettes et autres engagements contractés par l'entreprise. En clair, cela signifie que si l'entreprise ne peut pas rembourser ses dettes, les biens personnels du propriétaire seront saisis par les créanciers.

Beaucoup d'entreprises commencent comme entreprise individuelle, puis changent de forme légale dès qu'elles commencent à se développer. Mais le plus souvent, des entreprises comme des restaurants, des boutiques d'artisans, des agences immobilières, gardent le statut d'entreprise individuelle toute leur vie.

Une **société en nom collectif** est une entreprise détenue par deux propriétaires ou plus, qui partagent les parts sociales ou actions, et qu'on appelle les associés, ou actionnaires⁴. Dans ce type de société, le pouvoir de décision a été clairement réparti entre les associés, de même que l'affectation des profits et la répartition des pertes. Sauf exception, tous les associés sont solidairement responsables sur leurs biens propres, c'est-à-dire que, comme dans l'entreprise individuelle, ils ont une responsabilité illimitée.

Pendant, il est possible de limiter la responsabilité de certains associés (c'est le cas des sociétés en commandite). Toutefois, il faut au moins qu'un associé ait une

responsabilité illimitée sur les dettes. Les associés qui ont une responsabilité limitée (les commanditaires) ne prennent généralement pas les décisions de gestion courante : c'est l'associé responsable (le gérant) qui les prend.

Une **société anonyme** est, contrairement aux précédentes structures, une société qui a une identité légale distincte de celle de ses associés : on dit que c'est une personne morale, par opposition aux personnes physiques (les associés). En tant que personnes morales, des sociétés anonymes peuvent être propriétaires de biens, ont la possibilité d'emprunter, et peuvent passer des contrats. Ces sociétés anonymes peuvent intenter des procès, ou en subir. Le régime fiscal de ces sociétés est particulier : étant donné que ces sociétés représentent une entité légale, la taxation se fait à leur niveau, alors que dans les cas précédents, les entreprises individuelles et les sociétés en nom collectif sont *transparentes fiscalement*. Pour ces sociétés, étant donné qu'il n'y a pas de séparation entre le patrimoine des associés et celui de la société, la taxation se fait au niveau de chaque associé : chacun est taxé individuellement sur les revenus qu'il a perçus de la société.

Les statuts d'une société anonyme fixent son mode de fonctionnement. Les actionnaires ont droit à une part de tout revenu distribué par la société (par exemple, des dividendes) en proportion des actions qu'ils détiennent. En usant des droits de vote attachés aux actions, les actionnaires élisent un *conseil d'administration* qui, à son tour, nomme des dirigeants pour gérer la société. Généralement, il y a un droit de vote attaché à chacune des actions de la société, mais il existe aussi des actions avec différents droits de vote (à droit de vote double, sans droit de vote).

Un avantage de la société anonyme est qu'il peut y avoir transfert de propriété (par la vente des actions) sans pour autant dissoudre la société : cela signifie que si un actionnaire vend ses actions à un autre investisseur, cette vente n'affecte pas l'activité de la société. Un autre avantage est la *responsabilité limitée*, qui signifie que si la société ne rembourse pas ses dettes, les créanciers peuvent saisir la totalité des actifs de la société, mais n'ont aucun droit sur les biens personnels des propriétaires (actionnaires). En ce sens, une société anonyme est comme le gérant d'une société en commandite, et les actionnaires sont comme les commanditaires.

Dans le monde, la plupart des sociétés sont des sociétés anonymes, même si, dans certains cas, la société n'appartient qu'à un seul individu ou une famille (Cf. Encadré 1.3).

Test 1.3 Une société anonyme détenue par un seul individu n'est pas une entreprise individuelle. Pourquoi ?

1.6 LA SÉPARATION ENTRE PROPRIÉTAIRES ET DIRIGEANTS

Dans les entreprises individuelles, et même dans de nombreuses SARL, les propriétaires de la société sont aussi dirigeants (ou gérants). Mais dans beaucoup d'entreprises, notamment les plus grandes, les propriétaires ne dirigent pas eux-mêmes la société : ils ont délégué cette tâche à des dirigeants salariés, ceux-ci ne possédant pas forcément des actions (ou des parts) de la société. On peut citer au moins cinq raisons qui ont conduit les propriétaires à déléguer la gestion de la société.

Encadré 1.3

Comment identifier qu'une entreprise est une société anonyme ?

Aux États-Unis, les sociétés anonymes ont la mention *Inc.* (pour *Incorporated*) à la suite de leur nom. En France, les lettres sont SA (*Société Anonyme*); en Italie, *SpA* (*Societa per Azioni*); aux Pays-Bas, *NV* (*Naamloze Venootschap*); en Suède, *AB* (*Aktiebolag*).

Aux États-Unis, les sociétés à actionnariat dispersé, le plus souvent cotées en Bourse, sont appelées *public corporations* (l'équivalent de la SA en France), celles à actionnariat restreint, le plus souvent non cotées, sont appelées *private corporations* (l'équivalent de la SARL en France). Cette distinction public / privé est donc clairement différente de celle qui prévaut en France, où une société

publique est une société dont l'actionnaire principal est l'État.

En Allemagne, les sociétés anonymes cotées sont appelées *Aktiengesellschaften*, et portent les lettres *AG* après leur nom; les sociétés non cotées sont appelées *Gesellschaften mit beschränkter Haftung* (*GmbH*). Au Royaume-Uni, les désignations respectives sont *PLC* (pour *Public Limited Company*) et *Ltd.* (pour *Limited*).

Les sociétés anonymes les plus anciennes ont été créées à Amsterdam et Londres au 17^e siècle. Aujourd'hui, les lois sur les sociétés anonymes diffèrent suivant les pays et les États.

1.6.1 Des dirigeants salariés ont souvent de meilleures compétences pour gérer la société

Cela peut être dû à au fait que les dirigeants salariés ont une meilleure connaissance des technologies du secteur, ou plus d'expérience professionnelle, ou encore une personnalité plus adaptée à la gestion des entreprises. Dans une entreprise où le propriétaire est aussi dirigeant, celui-ci doit avoir en même temps les qualités d'un gestionnaire et le capital disponible pour investir. S'il y a séparation des tâches, chacun n'a besoin que de ses ressources propres : l'actionnaire possède du capital, et le dirigeant possède une compétence.

Prenons l'exemple de l'industrie cinématographique. Les personnes les plus qualifiées pour gérer un studio de cinéma ou une chaîne de télévision n'ont souvent pas le capital nécessaire pour investir. Par opposition, les individus qui sont prêts à investir (les pourvoyeurs de capitaux) peuvent n'avoir aucune compétence dans ce secteur. Aussi, il semble logique que les personnes compétentes dans le secteur se chargent de la réalisation et de la distribution des films, tandis que les détenteurs de capital se contentent d'apporter les ressources financières.

1.6.2 Il est souvent nécessaire d'avoir une taille minimum pour lancer un projet

Les ressources d'un seul ménage sont généralement insuffisantes, et il devient alors nécessaire de regrouper les ressources de plusieurs ménages. Par exemple, le coût de production d'un film à petit budget est de l'ordre d'un million d'euros, et un film standard coûte plusieurs millions d'euros. Ces montants importants demandent de créer une structure qui regroupe l'épargne de quantité de ménages individuels, chaque ménage n'apportant qu'une petite partie du budget total. Par construction, tous les ménages ne pourront pas s'impliquer dans la gestion, et il sera alors nécessaire de déléguer la gestion à des dirigeants (gérants).

1.6.3 Dans un environnement économique complexe, les propriétaires veulent diversifier leurs risques en investissant dans différentes entreprises à la fois

Une diversification optimale consiste à détenir un portefeuille de participations dans plusieurs sociétés, de telle sorte que chaque participation ne représente qu'une petite part du portefeuille. Une telle diversification va être difficile, voire impossible à mettre en œuvre si le propriétaire des participations ne délègue pas la gestion des différentes sociétés à des dirigeants salariés. Par exemple, prenons un investisseur, détenteur du capital, et qui pense que l'industrie cinématographique va se développer dans les prochaines années. Cet investisseur souhaite alors investir son capital, de façon diversifiée, dans plusieurs sociétés. Si cet investisseur souhaite gérer lui-même les sociétés, il sera obligé de limiter le nombre de sociétés dans lequel il investit, car les journées n'ont que 24 heures, et la gestion d'une seule société est déjà consommatrice de beaucoup de temps. La forme juridique des sociétés par actions permet justement de faciliter la diversification des investissements, car un investisseur peut détenir des petites parts dans chaque société, et déléguer la gestion à des dirigeants.

1.6.4 La séparation entre propriété et décision permet de réaliser des économies dans la collecte des informations

Les dirigeants collectent des informations précises sur la technologie et le métier de l'entreprise, le coût des matières premières, et la demande des consommateurs. Comparativement, les actionnaires ont besoin de relativement peu d'informations sur la technologie employée, l'intensité d'utilisation des actifs, ou la demande du marché.

Encore une fois, prenons l'exemple de l'industrie cinématographique. La production et la distribution d'un film nécessitent une quantité importante d'informations à collecter. En ce qui concerne les vedettes – ou les réalisateurs – susceptibles d'être engagés pour le film, l'information est facilement disponible, et pour un coût réduit. Cela n'est généralement plus le cas pour les autres ressources nécessaires pour produire un film (caméras, matériels d'enregistrement, personnels, mixage, sponsors, etc.). Construire des réseaux pour trouver facilement des partenaires, des agents, des employés, est une tâche longue, et coûteuse. Cette tâche est d'autant mieux réalisée quand elle est faite par des dirigeants travaillant déjà dans l'industrie cinématographique.

1.6.5 On peut citer l'effet de courbe d'apprentissage, couplé au principe de continuité de l'exploitation, pour recommander la séparation entre propriété et décision

Supposons que le propriétaire souhaite vendre sa société, en totalité ou en partie. Si le propriétaire est aussi le dirigeant de la société, alors les acheteurs (les nouveaux propriétaires) vont devoir apprendre le métier de l'ancien propriétaire, de telle sorte qu'ils deviennent des dirigeants efficaces. Cela va nécessiter un temps de formation et d'adaptation, et donc une rupture de la continuité de l'exploitation. De plus, il est probable qu'une partie de l'expérience de l'ancien propriétaire ne pourra pas être transmise aux nouveaux propriétaires. Par opposition, si le propriétaire n'est *pas* le dirigeant de la société, lorsque la société est vendue, le dirigeant continue à travailler pour les nouveaux propriétaires. De cette façon, l'expérience du dirigeant est

sauvegardée, et continue à bénéficier à la société. De plus, il n’y a pas rupture de la continuité de l’exploitation, car il n’y a pas de temps de formation nécessaire pour le nouveau dirigeant. De fait, quand une société s’introduit en bourse, il arrive souvent que les propriétaires-dirigeants initiaux continuent à gérer la société, en tant que dirigeants, même s’il arrive qu’ils ne détiennent plus d’actions de la société.

La société anonyme est particulièrement bien adaptée à la séparation entre propriété et décision (ou entre propriétaires et dirigeants) : en effet, cette structure permet de changer régulièrement de propriétaires, par le transfert d’actions à d’autres personnes, sans que cela affecte la gestion courante de la société (administrée par le dirigeant). À travers le monde, des millions d’actions changent de mains chaque jour, et cela n’occasionne que très rarement des changements sur la gestion des entreprises.

Test 1.4 Quelles sont les principales raisons pour avoir une séparation entre propriété et décision (entre propriétaires et dirigeants) dans une entreprise ? Dans quelle mesure la structure juridique de société anonyme facilite-t-elle cette séparation ?

Néanmoins, il existe un effet négatif à la séparation entre propriétaires et dirigeants, qui peut compenser tous les effets positifs cités précédemment : celui d’un conflit d’intérêt entre les dirigeants et les actionnaires. Comme les actionnaires n’ont qu’une information incomplète sur la gestion de la société, les dirigeants peuvent en profiter pour négliger leurs devoirs vis-à-vis des actionnaires. Dans certains cas extrêmes, les dirigeants peuvent même agir *contrairement* à l’intérêt des actionnaires. Adam Smith, le père de la science économique classique, le résume ainsi :

Cependant, les dirigeants de ces sociétés [anonymes] étant les gestionnaires d’un argent qui appartient à d’autres plutôt qu’à eux-mêmes, on ne peut s’attendre à ce qu’ils y veillent avec un soin aussi jaloux que celui dont font généralement preuve les associés d’une société en co-partenariat avec leur propre argent. Comme les valets d’un homme riche, ils ont tendance à considérer qu’avoir du zèle dans l’accomplissement des petites choses n’est pas important pour l’honneur de leur maître, et s’accordent bien volontiers dispense de ces tâches. Ainsi, la négligence et la prodigalité seront toujours plus ou moins à l’honneur dans la conduite des affaires de ces sociétés⁵.

Dans les secteurs où ce conflit d’intérêt entre actionnaires et dirigeants peut être résolu à faible coût, on peut s’attendre à trois observations : les propriétaires d’une société ne seront généralement pas dirigeants ; la propriété pourra être répartie entre de nombreux actionnaires ; enfin, on observera qu’au fil du temps, il y aura beaucoup plus de changement dans la composition de l’actionnariat que dans la composition des dirigeants.

1.7 L’OBJECTIF DES DIRIGEANTS

Étant donné que les dirigeants de sociétés anonymes sont recrutés par les actionnaires (par le truchement du conseil d’administration), l’objectif principal d’un dirigeant est *de prendre des décisions pour maximiser l’intérêt des actionnaires*. Cela n’est pas l’unique objectif du dirigeant : par exemple, les dirigeants doivent, comme chaque individu, respecter la loi ; ils doivent aussi faire preuve d’éthique, et poursuivre des

objectifs sociaux quand cette politique peut être faite à un coût raisonnable pour les actionnaires⁶.

Cependant, même si l'on restreint l'objectif des dirigeants exclusivement à la maximisation des intérêts des actionnaires, les moyens d'atteindre cet objectif ne sont pas clairs. En principe, les dirigeants pourraient demander l'accord des actionnaires pour toutes les décisions, y compris les choix de production, les modes de financement, etc., et demander aux actionnaires quel est leur préférence. Mais dans ce cas, les propriétaires devraient acquérir la même compétence et, finalement, consacrer autant de temps à ces décisions que s'ils étaient eux-mêmes dirigeants. Il n'y aurait alors que très peu d'intérêt à recruter des dirigeants.

De plus, cette procédure est possible tant qu'il y a peu d'actionnaires, mais devient impraticable dès que le nombre d'actionnaires augmente. Or, dans une société multinationale, le nombre d'actionnaires peut dépasser le million, et ceux-ci peuvent résider dans un grand nombre de pays différents. Aussi, il devient essentiel de fixer un objectif, ou une règle, qui permette de guider les dirigeants dans leurs choix sans avoir à faire un « sondage » auprès des actionnaires pour la plupart des décisions.

Pour être efficace, cette règle doit pouvoir être appliquée même si le dirigeant ne connaît pas les aversions au risque ou les opinions des actionnaires, car ce sont des informations quasiment impossible à obtenir (et même si ces informations étaient disponibles à un moment donné, elles seraient de peu d'intérêt car elles changent au fil du temps : en effet, comme des actions changent de mains tous les jours, la composition de l'actionnariat change tous les jours). Aussi, pour être praticable, la règle à suivre devrait être indépendante de la composition de l'actionnariat.

Si l'on arrive à trouver une règle pour les dirigeants telle que, en appliquant cette règle, les dirigeants prennent exactement les mêmes décisions que celles qu'auraient pris les actionnaires à leur place, alors cette règle sera clairement la bonne. La règle de *maximiser la richesse des actionnaires actuels* constitue un bon objectif à fixer aux dirigeants⁷. Nous allons montrer pourquoi.

Supposons que vous soyez le dirigeant d'une société essayant de choisir entre deux investissements alternatifs, l'un étant un projet très risqué, l'autre étant un investissement sûr. Certains actionnaires ne voudront pas prendre de risques, d'autres seront pessimistes sur les prévisions du premier investissement ; par opposition, certains actionnaires peuvent souhaiter prendre des risques, ou être optimistes sur les chances de succès du premier investissement. Comment alors le dirigeant peut-il prendre une décision qui soit dans le meilleur intérêt des actionnaires ?

Supposons que le fait d'engager l'investissement risqué permette d'augmenter la valeur des actions de la société de manière plus importante que si l'on fait l'investissement sûr. Même si certains actionnaires auraient souhaité investir dans des actifs moins risqués, en tant que dirigeant, vous ne travaillerez pas dans leur intérêt si vous choisissez le projet sûr.

Cela s'explique car, sur les marchés financiers efficients, les actionnaires peuvent ajuster le risque de leur portefeuille en vendant quelques actions de la société que vous dirigez, et en utilisant les gains pour acheter des valeurs plus sûres. Aussi, si vous sélectionnez le projet le plus risqué, même les actionnaires ayant une aversion au risque vont se retrouver mieux servis : ils vont obtenir des euros supplémentaires aujourd'hui, avec lesquels ils pourront investir dans des valeurs plus sûres, ou bien consommer.

Ainsi, nous constatons que les actionnaires vont demander aux dirigeants de choisir l'investissement qui maximise la valeur de leurs actions. En conséquence, dans ses choix d'investissement, les seuls risques dont le dirigeant doit tenir compte sont les risques susceptibles d'influer sur la valeur des actions.

La règle de maximisation de la richesse de l'actionnaire dépend du métier de l'entreprise, des taux d'intérêts, des primes de risque sur les marchés financiers, et du cours boursier des actions. Cette règle conduit finalement les dirigeants à faire les mêmes choix que ceux que chaque actionnaire aurait faits s'il avait dû prendre la décision. Cette règle ne dépend pas de *l'aversion au risque* ou de *la richesse* des actionnaires, et donc elle peut être appliquée sans avoir d'information spécifique sur les actionnaires. Ainsi, la règle de maximisation de la richesse de l'actionnaire est la « bonne » règle que les dirigeants doivent suivre dans leur gestion courante de la firme, sans avoir besoin de faire un « sondage » auprès des actionnaires à chaque fois qu'une nouvelle décision doit être prise.

Les étudiants et les analystes affirment parfois que le rôle des dirigeants est de maximiser *les résultats* de la société (on parle aussi de maximisation du profit). Sous certaines conditions, la recherche d'une maximisation du résultat et celle d'une maximisation de la valeur peuvent conduire à prendre les mêmes décisions. Mais en général, la règle de maximisation des résultats soulève deux ambiguïtés :

- Si le processus de production de la société s'étale sur plusieurs périodes, alors de quelle période doit-on maximiser le résultat ?⁸
- S'il y a une incertitude sur les dépenses ou les revenus futurs, quel est le sens de « maximiser les résultats » étant donné que les résultats suivent une distribution de probabilité ?

Illustrons ces différents problèmes en utilisant la règle de maximisation du résultat. Prenons d'abord le problème de la maximisation sur plusieurs périodes.

Supposons qu'une société hésite entre deux projets. Chacun des deux projets demande un investissement d'1 million d'euros, mais les projets ont des durées de vie différentes. Le projet A rapportera 1,05 million d'euros dans un an, puis s'arrêtera. Le projet B ne rapportera rien la première année, puis 1,1 million d'euros la deuxième année, et s'arrêtera. Comment peut-on alors appliquer un critère de maximisation du résultat ici ?

Illustrons maintenant la difficulté d'utiliser la règle de maximisation du résultat dans un environnement incertain. Vous êtes le dirigeant d'une société et vous hésitez entre deux projets, qui demandent tous deux un investissement d'1 million d'euros, et qui durent 1 an chacun. Comme dans l'exemple précédent, le projet A rapportera 1,05 million d'euros avec certitude. On peut donc dire, sans erreur, que le résultat du projet A est de 50 000 euros (1,05 million d'euros – 1 million d'euros).

Le projet C donnera des résultats incertains : le résultat sera soit de 1,2 million d'euros, soit de 0,9 millions d'euros, chaque occurrence ayant une probabilité de 0,5. Ainsi, le projet C va générer un résultat de 200 000 euros (probabilité 50 %) ou une perte de 100 000 euros (probabilité 50 %). Dans ce cas, comment choisit-on « le projet qui maximise les résultats de la société » ?

Contrairement aux résultats – incertains –, il est clair que la valeur de marché des actions d'une société est bien définie : par exemple, les cash-flows futurs de la société IBM sont incertains, mais il existe un cours boursier actuel de l'action qui est certain. Ainsi, contrairement à la règle de maximisation du profit, la règle de maxi-

misation de la richesse des actionnaires (maximisation de la valeur de l'action) ne pose aucun problème quand les cash-flows futurs sont incertains.

Test 1.5 Pourquoi les dirigeants doivent-ils suivre la règle de maximisation de la richesse des actionnaires, plutôt que la règle de maximisation des profits ?

Évidemment, se pose toujours le problème de savoir mesurer l'impact d'un choix d'investissement sur la valeur des actions de la société. Dans nos exemples précédents, pour pouvoir choisir entre les projets A et B, ou A et C, le dirigeant doit déterminer lequel des projets est susceptible d'augmenter le plus la valeur de la société. Cela n'est pas aisé, mais au moins, le critère de décision (maximisation de la valeur pour l'actionnaire) n'offre aucune ambiguïté.

En conclusion, l'objectif du dirigeant est de prendre les décisions qui permettent de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires. Le problème principal dans l'application de cette règle est d'estimer l'impact des décisions futures sur la valeur de la société. En ce sens, la tâche des dirigeants est facilitée s'ils peuvent observer les cours boursiers des actions des sociétés, et notamment si leur propre société est cotée.

En l'absence d'une telle information sur les cours des actions, il est difficile d'imaginer comment les dirigeants pourront suivre la règle de maximisation de la richesse des actionnaires. Même s'il est raisonnable de penser que les bons dirigeants vont avoir autant d'informations que n'importe qui sur les capacités de leur entreprise, ces informations *internes* (à la société) ne sont pas suffisantes pour prendre des décisions efficaces. En l'absence d'un marché boursier, les dirigeants devront se procurer une information *externe* qui va être coûteuse, voire impossible à trouver : il s'agit de la richesse, des préférences, et des autres opportunités d'investissement des actionnaires actuels.

L'existence d'un marché boursier permet ainsi aux dirigeants de substituer un ensemble d'informations relativement facile à obtenir – les cours boursiers – à un ensemble d'informations qui est pratiquement impossible à obtenir – le détail des préférences et souhaits des actionnaires. Par conséquent, l'existence d'un marché financier organisé facilite la séparation efficiente entre propriété et gestion des entreprises.

Notons que d'un certain point de vue, les dirigeants et les analystes financiers qui observent la société ont la même démarche, et essaient de répondre à la même question : dans quelle mesure les décisions prises par les dirigeants vont-elles affecter le cours des actions de la société ? La grande différence entre les deux types d'acteurs est que les dirigeants sont ceux qui prennent effectivement les décisions et les mettent en œuvre.

Le rapport annuel aux actionnaires est un des endroits où l'on peut trouver une déclaration des objectifs des dirigeants. La plupart du temps, la lettre d'introduction du président-directeur général de la société indique quels sont les objectifs des dirigeants, et donnent les grandes lignes de la stratégie pour atteindre ces objectifs (Cf. Encadré 1.4).

Test 1.6 Pourquoi la présence d'un marché financier efficient facilite-t-elle la séparation entre propriété (actionnaires) et décision (dirigeants) ?

Encadré 1.4

Les objectifs financiers d'une société et son rapport annuel

Voici un extrait du rapport annuel aux actionnaires de la société *Honeywell Corporation*. Le président-directeur général d'*Honeywell*, Michael R. Bonsignore, écrivait, dans sa lettre aux actionnaires :

« Une croissance profitable. Des consommateurs enchantés. La première place mondiale dans le contrôle. Voici la vision d'*Honeywell* que nous nous sommes fixés, moi et tout le personnel d'*Honeywell* dans le monde. Cela incarne ce que nous voulons être. Cela montre les fondations de nos ambitions. Et cela définit comment nous répondrons à l'objet de la société, qui est de créer de la valeur pour nos actionnaires...

La société est maintenant prête à réaliser notre premier objectif financier : avoir une

rentabilité pour l'actionnaire qui soit dans le premier quartile de notre secteur. Nous appelons rentabilité pour l'actionnaire l'augmentation du cours de l'action, plus les dividendes versés.

Notre direction générale tient fermement à réaliser cet objectif. C'est une étape importante dans notre système de rémunération à long terme. Notre système de prime à court terme pour les cadres rémunère toute création de valeur. Nous avons conçu un budget financier qui fixe des objectifs ambitieux dans tous les domaines de la création de valeur pour l'actionnaire : croissance des ventes, marges dégagées, besoin en fonds de roulement, dépenses d'investissement, impôts et taxes. »

1.8 LA SANCTION DU MARCHÉ : LES OPA (OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT)

Quelles sont les forces qui peuvent obliger les dirigeants à agir dans le meilleur intérêt des actionnaires ? Les actionnaires peuvent licencier les dirigeants ou ne pas leur renouveler leur vote de confiance. Mais comme un des avantages les plus intéressants de la séparation entre propriété et décision est que les actionnaires peuvent rester relativement peu informés des activités de la société (Cf. 1.6), on ne voit pas bien comment les actionnaires pourraient savoir que leur société est mal gérée.

De même, on peut remettre en cause l'intérêt des droits de vote comme moyen de pression : si l'actionnariat est fortement dispersé, les droits de vote, et donc le pouvoir de pression, sont aussi dilués. Dans cette situation, ce que détient chaque actionnaire sera probablement trop faible pour que l'actionnaire décide de consacrer du temps, et de l'argent, à s'informer et à fédérer les autres actionnaires⁹. Ainsi, les droits de vote seuls ne vont pas pouvoir aider à résoudre ce problème.

Mais l'existence de marchés financiers concurrentiels permet à un autre mécanisme important d'assurer que les objectifs des dirigeants sont conformes aux objectifs des actionnaires : il s'agit des OPA (Offres Publiques d'Achat).

Pour appréhender comment la menace d'une OPA peut contraindre les dirigeants à œuvrer pour le meilleur intérêt des actionnaires, prenons un exemple. Supposons qu'une société, qu'on appellera l'acheteur, identifie une société manifestement mal gérée (c'est-à-dire une société où les dirigeants ont choisi un investissement qui va amener la valeur de la société bien en dessous de la valeur qui aurait pu être atteinte compte tenu de ses ressources). Si l'acheteur réussit à racheter suffisamment d'actions de cette société sous-évaluée, il obtient alors le contrôle de la société, et remplace les dirigeants actuels par d'autres dirigeants plus aptes à la gérer optimalement.

L'acheteur annonce alors l'annulation de l'investissement peu profitable, et revend immédiatement ses actions à une nouvelle valeur de marché, dégageant ainsi un profit immédiat. Notons que l'acheteur n'a apporté aucune ressource, aucun actif, à la société, bien qu'il en ait retiré du profit. De fait, les seuls coûts pour l'acheteur ont été les coûts d'information pour identifier les sociétés mal gérées, et les coûts d'achat des actions.

Le coût d'identification des sociétés mal gérées est variable, mais sera généralement faible si l'acheteur est un fournisseur, un client ou un concurrent de la société visée, car dans ce cas, une grande part de l'information recherchée aura déjà été collectée pour d'autres besoins. Pour cette raison, le mécanisme de l'OPA peut fonctionner même s'il n'y a eu aucune recherche explicite des firmes mal gérées.

S'il existe un grand nombre de firmes mal gérées, alors cela peut devenir profitable de se spécialiser dans la conduite d'OPA : des sociétés spécialisées dans les OPA vont consacrer des ressources pour identifier ces firmes, tout comme une société industrielle consacre des ressources à identifier ses futurs investissements. Ces sociétés pratiquent généralement des OPA hostiles (pour les dirigeants), puisqu'elles remplacent l'équipe dirigeante par une équipe plus performante. La menace d'une OPA, et donc le remplacement des dirigeants, représentent ainsi une incitation forte pour les dirigeants actuels : ils ont intérêt à agir dans l'intérêt des actionnaires actuels de leur société, en maximisant la valeur de marché de leur firme.

Ainsi, même en l'absence d'instructions explicites de la part des actionnaires, ou même si les dirigeants n'ont aucune connaissance sur « comment bien gérer une entreprise », on peut s'attendre à ce que ceux-ci visent à une maximisation de la valeur de la firme, tout simplement pour conserver leur emploi. Notons qu'il importe peu que l'origine de la mauvaise gestion soit une incompétence des dirigeants ou bien un choix de gestion particulier, le mécanisme d'OPA marche aussi bien pour corriger ces deux problèmes.

L'efficacité du mécanisme d'OPA peut être néanmoins réduite par l'intervention de l'État. Par exemple, pour éviter la formation de monopoles dans certains secteurs, la Commission européenne ou le Conseil de la concurrence (France) vont tenter des actions en justice contre des sociétés, ou promouvoir des lois antitrust, pour éviter que des fusions ou des acquisitions réduisent la concurrence dans un secteur donné. Étant donné que ce sont souvent les fournisseurs, clients, ou concurrents d'une firme qui lancent une OPA sur cette firme, ces législations sectorielles vont tendre à réduire la menace d'OPA dans certains secteurs.

Test 1.7 Comment la menace d'OPA peut-elle servir de mécanisme pour résoudre le conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants d'une société?

1.9 LE RÔLE DU CADRE FINANCIER DANS UNE ENTREPRISE

À peu près toutes les décisions prises dans une société ont une composante financière, car elles demandent de raisonner sur des dépenses et des revenus répartis dans le temps. Aussi, dans les grandes sociétés, pratiquement tous les cadres vont demander l'avis de financiers, depuis le PDG au siège jusqu'au responsable d'une

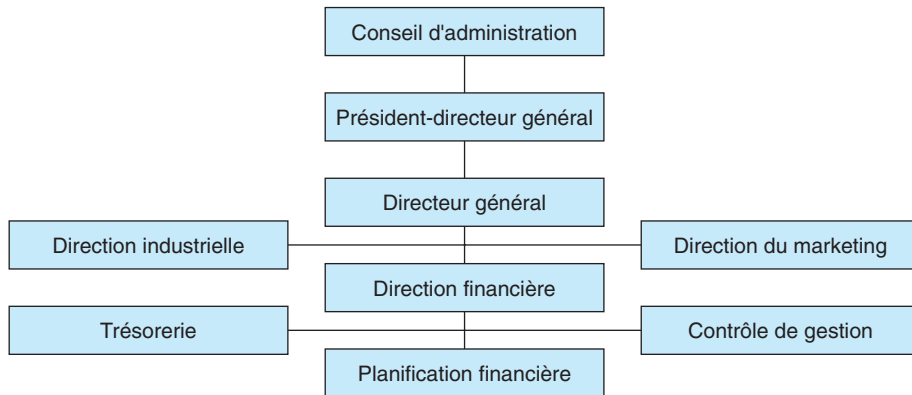
petite unité de production, d'un département marketing, d'un laboratoire de recherche, ou d'autres départements.

Le *Financial executive institute*, qui est une association de cadres financiers, propose une définition large du terme «cadre financier». Il s'agit de toute personne ayant autorité sur l'une des tâches détaillées dans le tableau 1.1.

L'organisation de la fonction finance et ses relations avec les autres départements varient d'une entreprise à l'autre, mais la figure 1.1 montre un organigramme typique d'une grande société.

TABLEAU 1.1 Les fonctions financières dans une entreprise

- | | |
|---|--|
| <p>1. PLANIFICATION
Création, coordination et gestion d'un plan de financement. Ce plan devrait fournir les informations suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Planification à long et court terme des opérations financières b. Prévision des dépenses d'investissement c. Prévision des ventes d. Évaluation des performances de la société e. Politique de prix f. Analyse économique du secteur g. Analyse des acquisitions et désinvestissements <p>2. CONSTITUTION DE RÉSERVES
Planification, constitution et gestion des réserves financières nécessaires aux besoins de la société.</p> <p>3. GESTION DE TRÉSORERIE</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Gestion des disponibilités b. Suivi des relations avec les banques c. Gestion des disponibilités placées d. Gestion des paiements clients et fournisseurs e. Gestion des fonds de pension f. Gestion des investissements financiers g. Responsabilités de garde <p>4. COMPTABILITÉ ET CONTRÔLE</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Établissement de la politique comptable b. Collecte de l'information comptable c. Définition des normes de coûts d. Audit interne e. Systèmes et procédures comptables f. Gestion de l'information aux collectivités locales g. Information aux dirigeants h. Suivi des performances par rapport aux budgets | <p>5. PROTECTION DES ACTIFS</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Gestion des contrats d'assurance sur les actifs b. Protection des actifs et prévention des pertes par la pratique d'un audit interne c. Gestion des terrains et bâtiments <p>6. GESTION FISCALE</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Établissement et gestion de la politique fiscale b. Relations avec les services fiscaux c. Établissement des documents fiscaux d. Planification des impôts à payer <p>7. INFORMATION AUX ACTIONNAIRES</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Suivi des relations avec les créanciers financiers b. Suivi des relations avec les actionnaires c. Relations avec les analystes – Communication financière <p>8. ÉVALUATION ET CONSEIL
Conseil auprès d'autres cadres de la société sur la stratégie, les opérations d'exploitation, les objectifs à atteindre et la mesure des performances</p> <p>9. GESTION DES SYSTÈMES D'INFORMATION</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Mise en place et suivi de systèmes informatiques b. Mise en place et suivi de systèmes d'informations intégrés c. Mise en place de procédures d'information interne |
|---|--|

Figure 1.1 Organigramme de la société BigBig

Au sommet se trouve le président-directeur général (PDG), qui a été nommé par le conseil d'administration. Le directeur financier (ou DAF, pour directeur administratif et financier) coordonne souvent toutes les opérations financières de la société, et rend compte directement au directeur général. La société compte aussi des directeurs chargés de la direction industrielle et de la direction du marketing.

Le directeur financier chapeaute trois départements : la planification financière, la trésorerie, et le contrôle financier, chaque département étant géré par un responsable spécifique. Le responsable de la planification financière est responsable de l'analyse des principales dépenses d'investissement, par exemple les choix de se développer dans de nouveaux segments de métier, ou de se retirer d'autres branches d'activité. Cela inclut l'analyse de nouvelles fusions, les acquisitions de sociétés, ou les filialisations de certaines activités.

Le trésorier est responsable des modalités de financement de la société et de la gestion à court terme des moyens financiers. Cette fonction inclut la gestion des relations avec les banquiers et créanciers financiers, la gestion du risque de change et du risque de taux d'intérêt, et les considérations fiscales.

Le contrôleur supervise les activités comptables et de contrôle de la société. Cela inclut la comparaison des budgets réalisés par rapport aux prévisionnels, la mesure des recettes et des résultats des différentes branches d'activité de la société, mais aussi la préparation des documents financiers à communiquer aux actionnaires, créanciers financiers, et autorités de tutelle.

LECTURES RECOMMANDÉES

Teulié J., Topsacalian P., *Finance*, 4^e édition, Vuibert, 2005.

RÉPONSES AUX TESTS

Test 1.1 *Quels sont les quatre types de décisions financières que doivent prendre les ménages? Donnez un exemple pour chaque décision.*

RÉPONSE :

- Les décisions d'épargner, par exemple combien épargner pour les études d'un enfant ou pour payer sa retraite.
- Les décisions de placement, par exemple combien investir en actions ou obligations.

- Les décisions de financement, par exemple quel type d'emprunt contracter pour financer l'achat d'une voiture ou d'une maison.
- L'optimisation des risques, par exemple, pour décider de prendre une assurance-invalidité.

Test 1.2 *Quels sont les différents types de décisions financières que les entreprises doivent prendre ? Donnez un exemple pour chaque décision.*

RÉPONSE :

- Décisions de choix d'investissement, par exemple faut-il construire une usine pour produire un nouveau produit ?
- Les décisions de financement, par exemple quel niveau de dettes financières et quel niveau de capitaux propres la société doit-elle avoir ?
- Les décisions de gestion d'exploitation, par exemple doit-on allonger le crédit consenti aux clients, ou demander le paiement à la livraison ?

Test 1.3 *Une société anonyme détenue par un seul individu n'est pas une entreprise individuelle. Pourquoi ?*

RÉPONSE : Dans une société anonyme, le montant maximum dont sont responsables les actionnaires correspond au total des actifs (leur responsabilité est limitée à leurs apports).

Test 1.4 *Quelles sont les principales raisons pour avoir une séparation entre propriété et décision (entre propriétaires et dirigeants) dans une entreprise ? Dans quelle mesure la structure juridique de société anonyme facilite-t-elle cette séparation ?*

RÉPONSE : Il y a cinq raisons :

- Des dirigeants salariés sont généralement plus compétents pour gérer l'entreprise.
- Pour atteindre une taille optimale, les ressources de plusieurs ménages doivent être regroupées.
- Dans un environnement économique incertain, les actionnaires vont désirer répartir leurs risques dans plusieurs sociétés. Une diversification de ce type est difficile à faire s'il n'y a pas séparation entre propriété et décision.
- Cette séparation permet de réaliser des économies dans les coûts de collecte de l'information.
- L'effet de courbe d'apprentissage, associé à la nécessité d'une continuité de l'exploitation : quand l'actionnaire est aussi dirigeant, un nouvel actionnaire-dirigeant doit apprendre le métier de l'ancien actionnaire-dirigeant, s'il veut gérer efficacement la société. Dans le cas où l'actionnaire n'est pas dirigeant, l'activité continue même si l'entreprise est vendue, le dirigeant travaillant désormais pour le nouvel actionnaire. La société anonyme est particulièrement bien adaptée à la séparation entre la propriété et la gestion des entreprises, car elle permet des changements assez fréquents d'actionnaires, par échange d'actions, sans que cela affecte l'activité de la société.

Test 1.5 *Pourquoi les dirigeants doivent-ils suivre la règle de maximisation de la richesse des actionnaires, plutôt que la règle de maximisation des profits ?*

RÉPONSE : Le critère de maximisation des profits soulève deux ambiguïtés fondamentales :

- Si le processus de production de la société s'étale sur plusieurs périodes, alors de quelle période doit-on maximiser le résultat ?
- S'il y a une incertitude sur les dépenses ou les revenus futurs, quel est le sens de « maximiser les résultats » étant donné que les résultats suivent une distribution de probabilité ?

Test 1.6 *Pourquoi la présence d'un marché financier efficient facilite-t-elle la séparation entre propriété (actionnaires) et décision (dirigeants) ?*

RÉPONSE : En l'absence de marché boursier, les dirigeants devraient se procurer une information qui est coûteuse, voire impossible à trouver, à savoir, la richesse, les préférences et les autres opportunités d'investissement des actionnaires.

Test 1.7 *Comment la menace d'OPA peut-elle servir de mécanisme pour résoudre le conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants d'une société?*

RÉPONSE : Les dirigeants savent que s'ils ne réussissent pas à maximiser la valeur de marché des actions de la société, celle-ci courra un risque d'OPA, au terme de laquelle les dirigeants perdront probablement leurs emplois.

QUESTIONS ET PROBLÈMES

1. Quels sont vos objectifs dans la vie? Dans quelle mesure la finance joue-t-elle un rôle pour atteindre ces objectifs? Quels sont les arbitrages (les choix) que vous devez faire?
2. Quelle est votre situation nette? Qu'avez-vous inclus dans vos actifs et vos passifs? Qu'avez-vous oublié?
3. Comment expliquer que les décisions financières d'un individu vivant seul soient différentes de celles d'un chef de famille ayant la charge de plusieurs enfants en scolarité? Est-ce que les choix qu'ils ont à faire sont différents, ou vont-ils évaluer différemment les mêmes choix?
4. Dans la famille A et la famille B, il y a un père, une mère, et deux enfants allant à l'école. Dans la famille A, les deux conjoints travaillent (en dehors du domicile) et gagnent un revenu total de 100 000 euros par an. Dans la famille B, seulement un des deux conjoints travaille (en dehors du domicile) et gagne 100 000 euros par an. Quelles sont les différences entre les situations financières et les décisions financières des deux familles?
5. À quel âge les enfants devraient-ils être financièrement indépendants?
6. Vous envisagez d'acheter une voiture. Analysez la décision en traitant les questions suivantes :
 - a. Y a-t-il d'autres moyens de transport à votre disposition? Faites une liste de ces possibilités alternatives, en notant les avantages et inconvénients de chaque solution.
 - b. Quels sont les différents moyens de financer l'achat d'une voiture?
 - c. Procurez-vous les conditions financières d'au moins trois organismes spécialisés dans le financement automobile.
 - d. Quels critères devriez-vous utiliser pour prendre votre décision?
7. Vous voulez créer votre entreprise, mais vous n'avez pas d'argent.
 - a. Trouvez une activité dans laquelle vous pourriez créer une société sans avoir à emprunter de l'argent.
 - b. Maintenant, pensez à la société que vous aimeriez créer si vous pouviez emprunter autant d'argent que vous le souhaitez au taux d'emprunt actuel.
 - c. À quels risques vous exposeriez-vous dans ce type d'activité?
 - d. Où pouvez-vous trouver un financement pour créer votre société?
8. Choisissez un organisme qui ne soit pas une société, par exemple une association ou un mouvement de scoutisme, et identifiez les décisions financières les plus importantes que cet organisme doit prendre. Quels sont les choix importants que cette organisation doit réaliser? Quel rôle jouent les préférences pour réaliser ces choix? Interviewez le trésorier de cet organisme et vérifiez s'il est d'accord avec vos points de vue.