

DSCG 2

Finance

MANUEL ET
APPLICATIONS

EXPERT SUP

L'expérience de l'expertise

Les manuels DSCG

- DSCG 1** • *Gestion juridique, fiscale et sociale*, Manuel et Applications
Jean-Michel Do Carmo Silva, Laurent Grosclaude
- DSCG 2** • *Finance*, Manuel et Applications
Pascal Barneto, Georges Grégorio
 - *Finance*, Corrigés du manuel
Pascal Barneto, Georges Grégorio
- DSCG 3** • *Management et contrôle de gestion*, Manuel et Applications
Pascal Fabre, Sabine Sépari, Guy Solle, Hélène Charrier, Nathalie Dubost
- DSCG 4** • *Comptabilité et audit*, Manuel et Applications
Robert Obert, Marie-Pierre Mairesse
 - *Comptabilité et audit*, Corrigés du manuel
Robert Obert, Marie-Pierre Mairesse
- DSCG 5** • *Management des systèmes d'information*, Manuel et Applications
Michelle Gillet, Patrick Gillet
- DSCG 6** • *Épreuve orale d'économie se déroulant partiellement en anglais*, Manuel et Applications
François Coulomb, Jean Longatte, Pascal Vanhove, Anne-Marie Schwartz, Catherine Van Renterghem

La collection Expert Sup : tous les outils de la réussite

- Les **Manuels** clairs, complets et régulièrement actualisés, présentent de nombreuses rubriques d'exemples, de définitions, d'illustrations ainsi que des fiches mémo et des énoncés d'application. Les **Corrigés** sont disponibles en fin d'ouvrage, sur le site expert-sup.com ou dans un ouvrage publié à part.
- Les **Cas pratiques** proposent des études de cas au modèle du sujet d'examen.

DSCG 2

Finance

MANUEL ET APPLICATIONS

Pascal BARNETO

Agrégé en sciences de gestion
Docteur en sciences de gestion
Professeur des universités
à l'IAE de Poitiers

Georges GREGORIO

Agrégé d'économie et gestion
Docteur en sciences de gestion
Maître de conférences à l'IAE de Pau

4^e édition

 EDITIONS
FRANCIS
LEFEBVRE
La solution juridique

DUNOD

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements



d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du

droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).

© Dunod, Paris, 2013

ISBN 978-2-10-059596-9

ISSN 1269-8792

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Sommaire

Pour réussir le DCG et le DSCG	VII
Manuel, mode d'emploi	VIII
Programme de l'épreuve	X

PARTIE 1	La valeur	1
Chapitre 1	La valeur et le temps	3
Chapitre 2	La valeur et le risque	43
Chapitre 3	La valeur et l'information	72
Chapitre 4	La valeur et les options	118
PARTIE 2	Diagnostic financier approfondi	131
Chapitre 5	L'analyse financière des comptes de groupe	133
Chapitre 6	Les outils modernes du diagnostic	207
PARTIE 3	L'évaluation des groupes	245
Chapitre 7	L'enjeu de l'évaluation	247
Chapitre 8	L'évaluation par les flux	251
Chapitre 9	L'évaluation par approche comparative	262
Chapitre 10	L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes	270
Chapitre 11	Les différentes limites des méthodes d'évaluation	280

PARTIE 4	L'investissement et le financement	285
Chapitre 12	Les projets d'investissement	287
Chapitre 13	Les modalités de financement	326
Chapitre 14	Le choix d'une structure de financement	383
PARTIE 5	La trésorerie	417
Chapitre 15	La gestion de trésorerie de groupe	419
Chapitre 16	La gestion des risques financiers	447
PARTIE 6	Ingénierie financière	483
Chapitre 17	La politique de dividende	485
Chapitre 18	La gestion de la valeur de l'action	505
Chapitre 19	Les fusions et acquisitions	539
Chapitre 20	Les opérations sur les dettes et les créances	600
Chapitre 21	Éthique et gouvernement d'entreprise	618
Annexes		653
	Index	655
	Table des matières	664

Pour réussir le DCG et le DSCG

Le cursus des études conduisant à l'expertise comptable est un cursus d'excellence, pluridisciplinaire, vers lequel se dirigent, à raison, de plus en plus d'étudiants.

Dunod dispose depuis de très nombreuses années d'une expérience confirmée dans la préparation de ces études et offre aux étudiants comme aux enseignants une gamme complète d'ouvrages de cours, d'entraînement et de révision qui font référence.

Ces ouvrages sont entièrement adaptés aux épreuves, à leur esprit comme à leur programme, avec une qualité toujours constante. Ils sont tous régulièrement actualisés pour correspondre le plus exactement possible aux exigences des disciplines traitées.

La collection Expert Sup propose aujourd'hui :

- des manuels complets mais concis, strictement conformes aux programmes, comportant des exemples permettant l'acquisition immédiate des notions exposées, complétés d'un choix d'applications permettant l'entraînement et la synthèse ;
- des livres de cas pratiques originaux, spécialement conçus pour la préparation des épreuves ;
- la série « Réussir », spécifiquement dédiée à l'entraînement à l'examen.

Elle est complétée d'un ensemble d'outils pratiques de révision, avec la collection Express DCG, ou de mémorisation et de synthèse avec les « Petits » (*Petit fiscal, Petit social, Petit Compta, Petit Droit des sociétés*, etc.).

Ces ouvrages ont été conçus par des enseignants confirmés ayant une expérience reconnue dans la préparation des examens de l'expertise comptable.

Ils espèrent mettre ainsi à la disposition des étudiants les meilleurs outils pour aborder leurs études et leur assurer une pleine réussite.

Jacques Saraf
Directeur de collection

Programme de l'épreuve n° 2, DSCG Finance*

DURÉE DE L'ENSEIGNEMENT	NATURE DE L'ÉPREUVE	DURÉE	COEFFICIENT
(à titre indicatif) 140 heures 15 crédits européens	Épreuve écrite portant sur l'étude d'un cas ou de situations pratiques pouvant être accompagnées de commentaires d'un ou plusieurs documents et/ou d'une ou plusieurs questions	3 heures	1

THÈMES	SENS ET PORTÉE DE L'ÉTUDE	NOTIONS ET CONTENUS
1. La valeur (20 heures)		
1.1 La valeur et le temps	La notion de valeur est centrale en finance et sera présentée sous les angles financiers et mathématiques afin de mettre en évidence ses liens avec le temps.	Actualisation en temps discret et en temps continu Évaluation d'une obligation : valeur coupon attaché et valeur au pied du coupon Sensibilité et duration d'une obligation Évaluation d'une action : modèles à perpétuité, modèles à plusieurs périodes Liens entre la valeur actuelle nette des investissements et la valeur des actions
1.2 La valeur et le risque	Les modèles proposés par la théorie financière fournissent des outils pour quantifier le prix du risque.	Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) : fondements, possibilités d'utilisation pratique, limites Les modèles à plusieurs facteurs : modèle d'évaluation par l'arbitrage (MEA), modèle de Farma French La mesure des primes de risque : l'approche historique
1.3 La valeur et l'information	Les marchés financiers sont a priori organisés en vue d'assurer aux investisseurs une information financière de qualité et une allocation efficiente des ressources.	Cours boursiers Les différentes formes d'efficience Les anomalies traitées par la finance comportementale et les bulles spéculatives Importance de l'hypothèse d'efficience pour la gestion financière
1.4 La valeur et les options	Les options constituent à la fois un outil de couverture des risques et un outil d'analyse de la situation des apporteurs de capitaux.	Option : caractéristiques de l'instrument Déterminants de la valeur d'une option Évaluation binomiale Modèle de Black et Scholes
2. Diagnostic financier approfondi (20 heures)		
2.1 Analyse financière des comptes consolidés	Dès lors qu'une société exerce un contrôle ou une influence notable sur une autre, l'étude de ses seuls comptes individuels ne permet plus de porter un jugement sur sa santé financière. L'étude des comptes consolidés est alors nécessaire, ce qui implique d'en connaître les incidences en matière de diagnostic financier.	Démarche du diagnostic et impacts des comptes consolidés Analyse de l'activité Analyse de la structure financière Analyse de la rentabilité : rentabilité économique et rentabilité des capitaux propres Analyse par les flux de trésorerie
2.2 Les outils modernes du diagnostic	Face aux limites des approches purement comptables du diagnostic financier, de nouvelles approches ont été développées.	Analyse de la création de valeur Analyse de la structure financière à l'aide des options réelles Notation

* Arrêté du 08.03.2010.



3. Évaluation de l'entreprise (20 heures)		
3.1 Évaluation par le flux	Différentes approches existent pour évaluer une entreprise. Selon le contexte de l'opération et les caractéristiques de l'entreprise, certaines méthodes seront à privilégier. Il faut donc être en mesure de déterminer la ou les méthodes adéquates, les mettre en œuvre et pouvoir expliquer les différences de valorisation auxquelles elles aboutissent.	Approches par les flux : revenant aux apporteurs de capitaux, revenant aux actionnaires Les modèles d'actualisation des dividendes
3.2 Évaluation par approche comparative		Le choix des inducteurs La constitution d'échantillons d'entreprises comparables Les effets des paramètres sous-jacents sur les conditions d'évaluation
3.3 Évaluation à travers des approches patrimoniales et mixtes		Actifs net réévalué Détermination et justification d'une différence de valeur (<i>goodwill</i> , <i>badwill</i>)
4. Investissement et financement (30 heures)		
4.1 Les projets d'investissement	Pour assurer sa pérennité, l'entreprise doit investir. La sélection des projets à réaliser est une étape cruciale dans la vie des entreprises, qui doit tenir compte de nombreux facteurs.	Les critères de sélection des projets d'investissement (prise en compte des projets mutuellement exclusifs, des projets liés) Approche par les options réelles
4.2 Modalités de financement	En fonction de son contexte et de sa taille, l'entreprise met en œuvre une politique financière afin de financer le plus judicieusement possible les emplois de sa politique économique.	Les quasi-fonds propres Les financements obligataires (simples et particuliers) Les titres de créance négociables L'introduction en bourse Le capital risque
4.3 Le choix d'une structure de financement	L'arbitrage entre capitaux propres et dettes résulte d'un certain nombre de facteurs qu'il convient de connaître afin d'optimiser la structure financière de l'entreprise.	Théories explicatives du choix de financement
5. La trésorerie (20 heures)	La dimension internationale des entreprises tant dans leur structure (multinationale) que dans leurs activités (import-export) les expose à des risques supplémentaires. Plusieurs techniques permettent de diminuer leur exposition globale au risque en optimisant l'organisation de leur trésorerie. Le risque résiduel ne pouvant être supprimé, il peut être couvert sur les marchés organisés ou de gré à gré.	Gestion des flux de trésorerie au sein d'un groupe (y compris les aspects spécifiques à un groupe international) Couverture des risques de change et de taux ; contrats standardisés sur les marchés organisés, contrats de gré à gré
6. Ingénierie financière (30 heures)		
6.1 La politique de dividende	La politique de dividende consiste, pour une entreprise, à déterminer le niveau et la forme de la rémunération qu'elle entend verser à ses actionnaires.	Le processus et les effets informationnels du paiement de dividende La dimension fiscale
6.2 La gestion de la valeur de l'action	La recherche de sources de création de valeur ou l'élimination de sources de destruction de valeur pour les actionnaires pouvant conduire les entreprises à restructurer profondément leurs actifs et passifs.	Les rachats d'action : les mécanismes, les effets attendus, la mesure des politiques suivies Les opérations affectant le nombre d'actions Les opérations de restructuration (apport partiel d'actif, scission-dissolution, scission partielle avec échange d'actions) L'introduction de filiales en bourse
6.3 Les fusions et acquisitions		Recherche de synergies et autres facteurs Le recours aux holdings Les opérations à effet de levier Les offres publiques
6.4 Les opérations sur les dettes et sur les créances		Le désendettement (<i>defeasance</i>) et la titrisation : objectifs et modalités
6.5 Les opérations de désinvestissement et de liquidation dans un contexte de défaillance		Effets attendus sur la valeur et logique des cessions Processus de redressement Processus de liquidation
6.6 Éthique et gouvernement d'entreprise		Prise en compte de l'éthique dans le management financier de l'entreprise Politique de rémunération des dirigeants

Indications complémentaires

2.1 Les éléments fondamentaux du diagnostic financier ont été abordés dans le programme du DCG. Au niveau du DSCG, il s'agit, d'une part, de compléter l'approche par des méthodes d'analyse complémentaires et, d'autre part, d'élargir le champ du diagnostic aux groupes. Pour l'analyse de l'activité, on s'intéressera en particulier à la formation du résultat et à l'information sectorielle.

Au-delà des calculs, le candidat devra être en mesure de construire l'analyse et d'en extraire des commentaires. Par ailleurs, il n'est pas demandé de maîtriser dans le détail les règles de consolidation mais leurs principes fondamentaux et leurs incidences en termes d'analyse.

4.1 Les éléments fondamentaux de la politique d'investissement ont été abordés dans le programme du DCG. Au niveau du DSCG, il s'agit d'approfondir la démarche par une approche complémentaire et d'étudier le cas de projets multiples.

L'étude des projets d'investissement prendra en compte : le rationnement du capital, l'inflation et le risque de change.

4.2 Les modalités de financement étudiées en DCG sont complétées par d'autres formes de financement qui font, en particulier, appel au marché financier.

4.3 Dans cette étude on intégrera l'impact des coûts de défaillance, des coûts d'accès au capital et des coûts d'agence.

6.2 Les opérations affectant le nombre d'actions visent : la division des titres, la distribution d'actions gratuites, le versement de dividendes en actions.

1

PARTIE

CHAPITRE 1

CHAPITRE 2

CHAPITRE 3

CHAPITRE 4

La valeur

La valeur et le temps

La valeur et le risque

La valeur et l'information

La valeur et les options

Les acteurs clés de la vie des entreprises prennent des décisions qui sont jugées à l'aune des mesures monétaires classiques de la valeur. Mais l'observation plus attentive des processus décisionnels de firmes renommées, connues de tous, montre qu'il est alors question de performance financière, de stratégie d'entreprise et de culture nationale.

Cela dépasse bien évidemment les simples conceptions de comptabilité et de finance que l'on a à l'esprit lorsque l'on pense à la notion de valeur. La comptabilité, en effet, est un système d'information qui suit un cadre de règles et de normes ainsi que des procédures clairement établis. En ce sens, cette démarche est relativement confortable, même si un certain degré de latitude est laissé à l'appréciation de ceux qui établissent les comptes. De plus, elle traite d'informations passées dans le but de rendre compte (*accountability*) – une de ses premières missions – de la façon dont l'entreprise a été gérée. La finance quant à elle apprécie les décisions par rapport à leur capacité à générer des résultats futurs appréciables en termes de potentialités à créer de la richesse financière. Ces éléments sont prédictifs et donc plus difficiles à appréhender.

Bien évidemment, aucune de ces deux disciplines ne peut prédire le futur. La seule chose que l'on puisse faire est de poser des hypothèses réfléchies sur le futur probable en se basant sur des éventualités raisonnables et des arguments cohérents. Tester une décision financière, ce n'est finalement pas vérifier si l'avenir a été correctement prévu, c'est plutôt apprécier l'intelligence des hypothèses posées au départ.

Ainsi la notion de temps transparaît-elle dans le raisonnement financier. Elle se manifeste dans l'attente de revenus futurs mais également, et plus visiblement, lors des processus d'actualisation et de capitalisation qui sont le résultat de ces démarches.

1

CHAPITRE

La valeur et le temps

SECTION 1

La notion de la valeur en finance

SECTION 2

L'impact du temps sur la création de valeur financière

FICHES COMPLÉMENTS • APPLICATION

De manière générale, on estime que les dirigeants financiers doivent prendre trois types de décisions qui engagent la création de valeur au sein de la firme :

- investir dans des projets dont les taux de rentabilité sont supérieurs au coût des ressources engagées ;
- choisir une structure financière qui minimise le coût évoqué précédemment et donc qui maximise la valeur de l'entité ;
- dans le cas où, pour diverses raisons, de tels projets ne se présentent pas à l'entreprise, cette dernière doit distribuer aux actionnaires les bénéfices, selon des modalités à préciser.

Cette démarche fait apparaître deux notions fondamentales en finance d'entreprise :

- la notion de valeur, appréciée en termes de rentabilité et de coût ;
- la notion de temps puisque le processus décisionnel s'inscrit tout au long de la durée de vie de l'entité.

SECTION 1

LA NOTION DE LA VALEUR EN FINANCE

Il s'agit ici de reprendre un certain nombre d'éléments de définitions qui pose les fondamentaux du raisonnement financier, préalable à la bonne compréhension de la démarche axée sur la valeur. Ces éléments concernent la notion de valeur elle-même mais également des acteurs et de l'environnement qui interviennent et interfèrent dans le management d'une entreprise.

1. Les mécanismes de création de valeur : les bases du raisonnement financier

1.1 Le concept financier de valeur

a) La notion de valeur

La notion de valeur sous-entend en fait deux types de question en finance :

- comment est-elle créée par les firmes pour le bénéfice de leurs propriétaires ?
- comment est-elle distribuée à ces mêmes propriétaires ?

Pour compléter ce questionnaire, on peut également ajouter :

- qu’est-ce qui donne de la valeur à une entité ?
- qu’est-ce qui augmente cette valeur ?

La notion de valeur utilisée en finance est assez différente de celle, plus large, de richesse :

La notion de « richesses » détenues par un individu, renvoie d’abord aux biens non monétaires tels que la santé, le bonheur, etc., qui sont certainement des éléments à « valoriser ». Mais cela inclut également les investissements financiers tels que la quote-part de la valeur d’une firme.

Bien que le management financier ait peu d’impact sur la première composante de la richesse, cela montre comment les firmes, en augmentant leur propre valeur, peuvent augmenter en partie la « richesse » des individus.

La valeur/richesse se présente sous des formes très différentes, d’un éventail assez large allant de la trésorerie aux actifs physiques. Mais ces derniers ne sont valorisables financièrement que s’ils peuvent être transformés en liquidités ou s’ils peuvent générer la production de biens et de services qui pourront être vendus dans le futur. Ceci amène une observation importante : la valeur d’une activité et/ou la richesse personnelle ont deux composantes :

- les actifs et liquidités détenus **aujourd’hui** ;
- les flux **futurs** de liquidité attendus.

De la même façon, la valeur d’une société est basée sur les actifs détenus aujourd’hui ainsi que sur les flux de trésorerie futurs attendus.

b) Les facteurs améliorant la valeur

Plusieurs facteurs augmentent la valeur d’une société en améliorant ses projets d’encaissements futurs :

- la qualité et l’étendue des produits fabriqués ;
- les actifs utilisés ;
- la marque ;
- la qualité de sa main-d’œuvre et du management ;
- les conditions du marché et l’état de l’économie, etc.

La caractéristique commune de tous ces facteurs est leur capacité à améliorer les conditions d’exploitation des projets financiers. Toutes les décisions qui développent ces perspectives d’avenir améliorent la valeur du jour présent.

EXEMPLES

Investir dans une nouvelle gamme de produit.
Les dépenses de formation du personnel.

Développer les projets financiers futurs est le rôle prioritaire des managers financiers s’ils souhaitent ajouter de la valeur à une activité :

On pense communément que la valeur de la plupart des sociétés réside dans ce qu’elle détient aujourd’hui alors que, souvent, la plus grande partie de ce qui fait sa valeur provient de ses perspectives de revenus.

REMARQUE

La valeur des individus est généralement, parmi les « actifs » d'une firme, la composante la plus importante. À ce titre, *l'image de marque des joueurs vedettes dans un club professionnel de football est un bon exemple*. Mais dans ce cas, il faut être prudent lorsque l'on parle de revenus attendus : la vie humaine n'est pas une variable à mettre sur le même plan que les autres. La demande des clients évolue, de nouveaux produits apparaissent inévitablement et ce qui a de la valeur aujourd'hui peut ne plus en avoir demain : dans l'exemple cité ci-dessus, que se passera-t-il si le joueur vedette en question est moins en forme ou s'il se casse une jambe ? **Ainsi, la valeur et le risque sont-ils liés.**

c) La complexité de ce concept

Toute décision financière doit permettre à une firme d'atteindre ses objectifs, ou au moins de s'en approcher. La finance est centrée sur la création de valeur. Le concept de valeur est donc fondamental pour comprendre la finance.

Mais la signification du terme « valeur » est différente de celle du **prix** : alors que le prix est facilement identifiable, la valeur est davantage « ésotérique » et intangible.

L'application de cette distinction aux entreprises donne généralement les éléments suivants :

- le prix courant d'une société est donné par la simple lecture des journaux financiers (cours des actions) ;
- la « vraie » valeur que l'on peut en donner (ou telle qu'elle peut être indiquée par les dirigeants par exemple) est souvent différente.

Ceci suscite des questions clés relatives à la **valeur** telles que :

- comment **mesure-t-on** la valeur en finance ?
- quels sont les facteurs qui peuvent **limiter la capacité** des dirigeants à créer de la valeur ?

Tous ces éléments fondent le raisonnement financier sur la création de valeur.

1.2 Les différents acteurs de la création de valeur

a) Présentation des différents acteurs – Notion de parties prenantes

La littérature anglo-saxonne parle en effet de *stakeholders*, terme traduit par « parties prenantes ».

Selon l'AMF⁽¹⁾,

Le modèle qui sous-tend la création de valeur relève d'une approche contractualiste et patrimoniale de l'entreprise. Elle appartient à ses actionnaires qui choisissent les dirigeants et leur délèguent le pouvoir de gérer leur capital. Les rapports avec les salariés, les sous-traitants et les consommateurs relèvent de liens contractuels, plus ou moins stables, par lesquels chaque partenaire est susceptible de trouver un avantage, mais qui restent subsidiaires par rapport à l'objectif de création de valeur actionnariale. Ce modèle, à un certain niveau de généralité, ne diffère pas de la théorie microéconomique standard. Il semble se généraliser dans la pratique, en dehors de tout débat sur ses présupposés philosophiques.

(1) Bulletin de la COB, mai 2000.

On a ainsi :

Les actionnaires	<p>Ce sont les propriétaires légaux de la firme. Ils deviennent actionnaires en investissant de l'argent via l'acquisition d'actions.</p> <p><i>Un investissement est la renonciation à une consommation présente dans l'attente (non garantie) d'un revenu futur.</i></p> <p>Les actionnaires vont recevoir ce revenu sous forme de paiement de dividendes et sous la forme de gains en capital grâce à l'augmentation du cours de l'action.</p>
Les dirigeants	<p>Ils gèrent la firme pour le compte des propriétaires, les actionnaires, mais ont également leurs propres intérêts. Ceux-ci peuvent prendre la forme de rémunérations financières, d'opportunités de carrière ou d'éléments de pouvoir et de standing dans l'organisation.</p> <p>À noter qu'ils peuvent aussi être actionnaires. Leur situation est alors particulière.</p>
Les employés	<p>Ils sont directement intéressés dans la firme par le biais de leurs emplois, carrières et rémunérations. Ils souhaitent améliorer leur situation sur ces trois points et, pour cela, peuvent s'organiser pour être représentés lorsque ces questions sont discutées au sein de l'entité.</p>
Les prêteurs	<p>Les établissements financiers et les créanciers obligataires prêtent des fonds à l'organisation dans l'objectif d'obtenir des paiements d'intérêts. Ils vont exiger de l'organisation qu'elle conserve un certain montant de liquidité comme garantie de sa solvabilité.</p> <p>Ils vont également souhaiter intensifier leur relation avec les entreprises en proposant d'autres services tels les conseils financiers.</p>
Les fournisseurs	<p>Sur le court terme, ils souhaitent être assurés qu'ils seront payés pour la livraison des biens fournis. Sur le long terme, ils aimeraient compter sur un volume de commandes constant.</p>
Les clients	<p>La plupart du temps, ils recherchent la meilleure qualité au prix le plus faible (<i>value in the money</i>).</p> <p>Lors d'achats de biens durables, les clients souhaitent également obtenir un suivi du produit pour faire face à une éventuelle réparation ou obtenir un service complémentaire.</p>
L'État et l'environnement local	<p>Que ce soit au niveau individuel ou au niveau général, l'État s'intéresse aux affaires commerciales et financières. Le niveau des ressources financières perçues des firmes va influencer la politique économique.</p> <p>À un niveau moindre, l'État voudra s'assurer du paiement des impôts et taxes qui lui sont dus.</p> <p>De la même façon, les entreprises vont impacter la vie de la collectivité locale de manière positive via l'emploi local et les revenus prélevés mais également de manière plus négative par les nuisances et pollution sous leurs diverses formes. Les collectivités locales vont chercher à se protéger contre ces effets négatifs et prendre soin de leur environnement. Les firmes sont donc amenées à entretenir de bonnes relations publiques et encourager les projets locaux.</p>

b) Les intérêts conflictuels potentiels des parties prenantes

Les conflits pouvant exister sont faciles à appréhender dès lors que l'on pose la question « la valeur pour qui ? ». On obtient alors les possibilités de conflit suivantes :

Actionnaires versus...	Clients	Les premiers veulent des profits élevés, les seconds des prix faibles.
	Salariés	Les seconds veulent de bonnes conditions de travail et de bons salaires, les premiers préfèrent payer les rémunérations les plus faibles possibles.
	Prêteurs	Les intérêts doivent être versés même s'il n'y a pas de bénéfices, les actionnaires sont rémunérés sous forme de dividendes (créanciers résiduels).
État vs salariés		Le premier impose le paiement d'impôts et taxes qui affectent le développement futur des emplois.

Mais, le conflit potentiel le plus important et le plus intéressant est celui qui oppose les dirigeants aux actionnaires⁽¹⁾. Plusieurs facteurs peuvent amener ce conflit.

- Les dirigeants exercent un **contrôle au jour le jour de l'activité**.

Les actionnaires sont les propriétaires (bailleurs de fonds) mais, comme ils n'ont pas le temps d'analyser ou de gérer l'activité eux-mêmes, ils rémunèrent les managers comme agents.

- Les dirigeants auront une tendance naturelle à **maximiser leurs propres intérêts** (rémunérations, conditions de travail, bénéfices, statuts, etc.) qui ne sont pas fondamentalement ceux des actionnaires. D'autre part, les dirigeants peuvent ne pas vouloir prendre de risques qui peuvent menacer leurs positions ou emplois, alors que les actionnaires peuvent étendre leur risque en investissant dans plusieurs entreprises.

→ Cela signifie que les dirigeants peuvent **refuser des opportunités d'investissements** créatrices de valeur en raison du trop grand risque perçu.

- Les dirigeants ont une information détaillée sur la firme qui n'est pas forcément disponible pour les actionnaires. C'est ce que l'on appelle **l'asymétrie de l'information**⁽²⁾.

- Les dirigeants peuvent se focaliser essentiellement sur des **objectifs à court terme**. Or, les actionnaires achètent des actions comme un placement à long terme.

Cela présente un problème si la firme recherche un gain à court terme aux dépens de son développement à long terme.

REMARQUE

Les dirigeants peuvent également se conduire de manière **illégal**. Certains scandales financiers récents en sont la preuve. De ce fait, les actionnaires ressentent la nécessité de protéger leurs intérêts contre toute possibilité de fraude. Ils peuvent :

- contrôler l'action des managers via les audits interne et externe ;
- poser des questions lors des assemblées préalablement à leurs votes.

Néanmoins de tels contrôles sont coûteux en temps et en argent. Une des stratégies habituelles pour éviter ces comportements est de transformer les dirigeants en actionnaires en les rémunérant sous forme de bonus en actions, ou encore sous forme de stock-options. En dernier recours, si les actionnaires sont réellement mécontents du management, ils peuvent céder leurs actions.

1.3 Les aspects du rôle décisionnel du dirigeant financier

Toute décision financière prise par les dirigeants financiers doit :

- viser un objectif cohérent ;
- être jugée à la façon dont elle permet de l'atteindre ;
- être jugée au regard de la création de valeur.

(1) Cf. *les différents développements relatifs à la théorie de l'agence*, p. 17.

(2) Cf. *illustration de ce concept*, p. 16.

a) Un intermédiaire entre les marchés de fonds et la firme

Le manager financier est à l'interface des opérations de la société, présentes et à venir, qui conduisent à une demande de fonds sur les marchés qui, eux, pourvoient les fonds⁽¹⁾.



- (1) la firme émet des titres pour lever des fonds et emprunte (décision de *financement*)
 (2) la firme investit dans des actifs (décision d'*investissement*)
 (3) les activités génèrent des flux de trésorerie dont une partie, après impôts, est réinvestie
 (4) la firme rémunère les apporteurs de capitaux sous la forme d'intérêts et de *dividendes*

Le rôle du manager financier est donc de fournir le bon montant des fonds au coût optimal et au bon moment ainsi que d'apprécier les chances de succès aux différentes stades des actions.

<p>Les décisions d'investissement</p>	<p>Elles sont basées essentiellement sur la recherche de projets qui rapportent plus qu'ils ne coûtent. La valeur provient généralement de l'élaboration de bonnes stratégies (cf. <i>infra</i>) et/ou de la possibilité de produire de nouveaux biens sur une niche du marché ou sur des segments du marché ignorés jusqu'alors. Il s'agit donc de profiter des imperfections du marché (situations éphémères de rente, arrivée rapide de la concurrence) : <i>par exemple, les efforts de recherche et développement peuvent permettre d'aboutir à une production innovante et véritablement créatrice de valeur.</i></p>
<p>Les décisions de financement</p>	<p>L'objectif est de rechercher des sources de financement « intéressantes », ce qui implique la recherche des financements les plus adaptés et les moins coûteux. Néanmoins, en raison de la globalisation et de l'évolution des systèmes de communication, toute disparité de taux d'emprunt est éliminée par l'action des arbitragistes : aujourd'hui, la structure des taux d'intérêt est établie au travers des marchés financiers mondiaux qui reflètent fidèlement les risques inclus dans les différentes catégories et durées de prêts.</p> <p>→ C'est un reflet de l'efficience des marchés (marché qui traduit fidèlement dans les prix des valeurs leurs caractéristiques en termes de risque et de rentabilité).</p>
<p>Le paiement de dividendes</p>	<p>Cette décision est la plus compliquée. Les individus investissent dans des sociétés dans le but de recevoir une rémunération avantageuse.</p> <p>→ Cette valeur peut provenir sous forme de dividendes (trésorerie) ou de gain en capital (plus-value) dès lors que la société a investi correctement afin d'augmenter le cours de ses titres.</p>

b) Le garant de la mise en œuvre de la planification stratégique

L'augmentation de la valeur d'une entreprise nécessite la définition, le choix et l'adoption par les dirigeants d'une stratégie parmi une large gamme de possibilités. Le management stratégique peut être défini comme une approche systématique de positionnement de l'activité par rapport à son environnement afin d'assurer son succès tout en lui offrant une certaine garantie de sécurité.

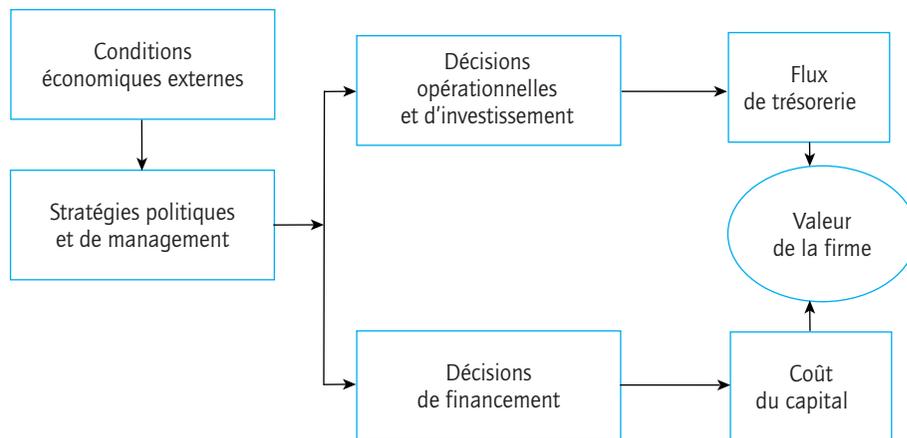
(1) R. Brealey, S. Myers, F. Allen, *Principes de gestion financière, 8^e éd.*, Pearson Education France, 2006, p. 5.

Trois niveaux de stratégies peuvent être distingués :

Au niveau de l'entreprise	Ce niveau traite des questions principales telles que le choix du type d'activité pour une entreprise. La stratégie financière doit jouer un rôle important car tout choix (croissance interne ou externe par exemple) nécessite un argumentaire financier fondé. De la même façon, le choix d'une structure financière et d'une politique de dividendes font partie du développement stratégique au niveau de l'entreprise.
Au niveau de l'activité	Ce niveau traite de la compétition des unités stratégiques de l'activité sur leurs marchés particuliers. La formulation de ces stratégies aura des influences sur l'allocation des ressources pour ces unités.
Au niveau opérationnel	Ce niveau traite de la contribution des niveaux fonctionnels aux niveaux supérieurs énoncés précédemment. Par exemple, la fonction financière peut formuler des stratégies pour atteindre une nouvelle politique de dividendes formulée au niveau de l'entreprise.

■ Conclusion

Les principaux facteurs qui influencent la valeur de la firme sont présentés dans le schéma ci-dessous⁽¹⁾ :



Dans tout secteur, toutes les entités sont soumises aux mêmes conditions macro-économiques. Les taux d'inflation, d'intérêt et d'imposition ainsi que l'intensité des forces compétitives vont affecter toutes les entités, même si c'est à un degré différent. Chacune devra développer des stratégies pour exploiter des opportunités économiques et créer des avantages compétitifs durables.

D'un point de vue financier, ces éléments auront une influence directe sur l'investissement, le financement et le paiement de dividendes. Les décisions opérationnelles et d'investissement génèrent des flux de trésorerie alors que les décisions de financement impactent le coût du capital. De ces deux paramètres est issue la valeur de la firme.

(1) R. Pike & B. Neale, Corporate finance and Investment – Decisions & strategies, 5th ed., Prentice Hall, 2006, p. 18.

Il est difficile de faire apparaître une certaine rationalité dans les processus décisionnels mais cinq caractéristiques communes à toute analyse de nature financière peuvent néanmoins être soulignées :

Identification claire des objectifs	La définition et communication des missions et objectifs des entreprises sont particulièrement importantes. Certains sont quantifiables, d'autres non ; certains sont plus pertinents que d'autres au regard des décisions financières.
Identification des actions à mener pour atteindre ces objectifs	Cela permet de préciser les opportunités d'investissement et de financement, même si généralement plusieurs solutions sont possibles.
Collecte de l'information pertinente	Cette phase a un coût puisqu'il faut chercher et trier l'information (toute information n'est pas pertinente). Mais cela facilite ensuite l'analyse de la décision.
Évaluation	L'analyse et l'interprétation des informations collectées sont au centre de l'analyse financière.
Contrôle des effets induits par la décision	La remontée des informations concernant les performances passées permet de juger de l'efficacité de la méthode employée dans le projet décisionnel et du jugement des décisionnaires. Elle contribue à former l'expérience des décideurs.

2. L'objectif du management financier : la maximisation de la richesse des actionnaires

2.1 La justification de cet objectif : le rôle central des actionnaires en finance

Les parties prenantes présentent un certain nombre d'objectifs que les entités doivent prendre en compte et hiérarchiser. Mais l'objectif principal d'une société est la maximisation de la richesse des actionnaires.

Cette hypothèse est un des fondements de la théorie financière. La justification provient de l'importance du groupe des actionnaires parmi l'ensemble des parties prenantes. En effet :

- les actionnaires sont les propriétaires ;
- les actionnaires supportent tout ou partie du risque de faillite.

Ainsi, toutes les décisions qui augmentent la valeur d'une firme augmentent la richesse des actionnaires qui possèdent cette société.

Le rôle des dirigeants financiers devient donc celui de prendre des décisions qui augmentent la valeur de la société. Cela se traduira ensuite pour les actionnaires par une augmentation des dividendes ou/et un gain potentiel en capital.

Un actionnaire mécontent des performances du management peut vendre ses parts et investir dans une autre société. Cette action, si elle est suivie par d'autres actionnaires mécontents, peut créer de la tension sur le marché financier.

Ainsi, les dirigeants doivent-ils apprécier les alternatives aux stratégies d'investissement, de financement et de gestion des actifs selon les effets qu'elles auront sur la valeur pour les actionnaires. Les dirigeants doivent poursuivre des stratégies de production (augmentation

des parts de marché ou de la satisfaction des clients) uniquement si elles augmentent également la valeur des actionnaires.

2.2 Qu'entend-on par maximisation ?

La maximisation de la richesse des propriétaires est l'objectif fondamental mais plusieurs ambiguïtés doivent être levées.

a) Quel critère utiliser pour jauger de la maximisation de la richesse des actionnaires ?

Comme on l'a vu précédemment, les actionnaires détiennent **un droit de propriété** dans les sociétés *via* les actions qu'ils possèdent. La richesse des actionnaires est ainsi traduite par le **prix de marché des actions** lequel :

- représente le mieux l'appréciation de la valeur d'une société pour tous les acteurs du marché ; c'est un **critère facilement observable** par tous ;
- prend en compte les résultats présents et à venir ; le temps, les délais et le risque de ces résultats ; la politique de dividende de la société et d'autres éléments qui affectent le prix de marché de l'action.

Le prix de marché sert de **baromètre pour apprécier la performance** de l'activité ; c'est un indicateur de qualité du management.

b) La maximisation du résultat comptable est-elle pertinente ?

Elle est fréquemment présentée comme l'objectif premier alors qu'elle contient de sérieuses limites : elle ignore les notions de *temps* et de *risque* qui sont contenus dans les flux. Or, la valeur d'une firme en dépend fondamentalement.

■ *Notion de temps*

La maximisation du profit, ou du bénéfice par action, n'est pas un objectif totalement approprié car il ne mentionne pas le délai ou la durée des revenus attendus. Il faut prendre en compte la valeur temporelle de l'argent pour la société et par conséquent pour les investisseurs.

Le danger de la maximisation du profit est de **raisonner à court terme** alors que la maximisation de la richesse des actionnaires adopte une perspective de long terme.

■ *Notion de risque*

Une autre limite à la maximisation du profit est que le risque n'est pas pris en compte :

- d'une part, certains projets d'investissement sont plus risqués que d'autres. Les perspectives de résultat seront également plus risquées si ces projets sont entrepris ;
- d'autre part, une firme apparaîtra comme plus ou moins risquée selon la nature de sa structure de financement (*gearing*). Ce risque financier contribue **au risque global** pour l'investisseur.

c) Et les autres critères mis en avant ?

L'observation des pratiques managériales montre la poursuite possible d'une grande variété d'autres objectifs tels que des objectifs en termes de ventes, de satisfaction des dirigeants, de bien être des salariés, etc.

■ *La maximisation des ventes*

Ce critère peut s'avérer intéressant aux yeux des dirigeants car il est sujet à un minimum de contraintes en termes de bénéfice : tant qu'une firme atteint le niveau moyen du secteur, certains actionnaires se satisferont de leur situation. Cela laisse toute latitude aux dirigeants de poursuivre d'autres objectifs, d'autant que le niveau des ventes est fréquemment utilisé pour fixer leur niveau de rémunération.

■ *D'autres objectifs subsidiaires*

Il existe aussi :

- l'autofinancement ;
- le niveau d'endettement ;
- la profitabilité ;
- des objectifs non financiers ce qui revient à accorder davantage de place aux autres parties prenantes que les actionnaires uniquement.

d) Maximisation de la situation des actionnaires ou satisfaction de la situation des parties prenantes ?

Poser cette question revient en fait à discuter de la place, ou du statut, des actionnaires parmi l'ensemble des parties prenantes de la firme. Il est bien évident que, s'ils doivent chercher à maximiser la richesse des actionnaires, les dirigeants doivent également prendre en compte les attentes des autres parties prenantes, en atteignant un niveau de rentabilité satisfaisant. Néanmoins, la **maximisation des actionnaires prévaut** car :

- si cet objectif n'est pas poursuivi par les dirigeants, les actionnaires peuvent les **sanctionner** par leurs votes en assemblées, les remplacer, ou vendre leurs actions.

Cette dernière action aura alors comme conséquence de faire baisser les cours et les dirigeants auront à corriger cette tendance ;

- si leurs propres attentes ne sont pas prises en compte, les autres parties prenantes n'auront pas d'incitation à œuvrer dans l'intérêt de la firme et donc dans celui des actionnaires.

Il y a donc une **cohérence entre objectifs** qui résulte de l'interdépendance des parties prenantes.

Enfin, même si ce critère est critiquable, il présente l'avantage de fournir un **cadre bien défini** sur lequel peut s'appuyer la direction dans sa prise de décision.

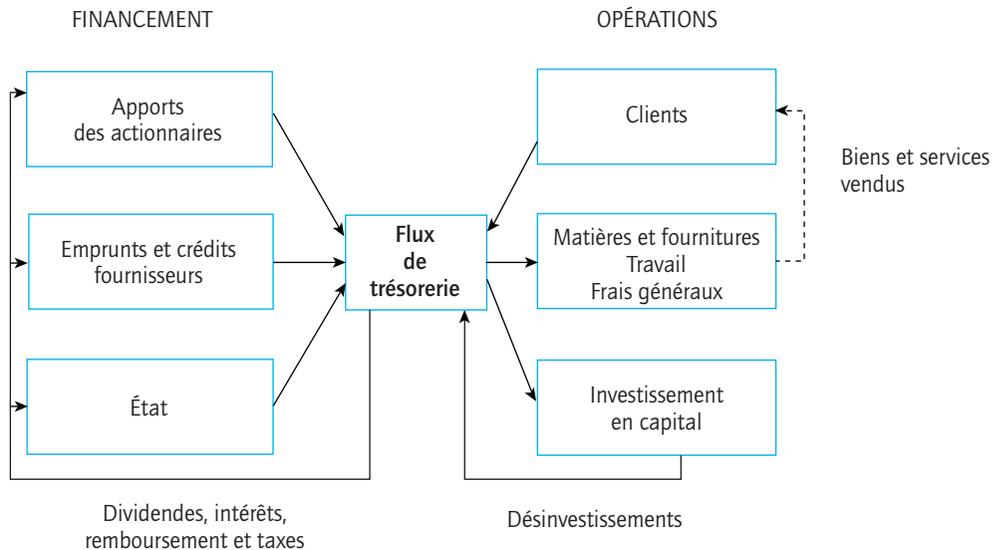
3. Comment maximiser la création de richesse actionnariale ?

Fondamentalement, la valeur va naître de la différence entre la rémunération offerte aux propriétaires de la firme, à savoir les actionnaires, et le coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis.

Il faut néanmoins souligner que le raisonnement se fait en termes de flux de trésorerie. La sécrétion et la gestion des flux de trésorerie sont en effet des leviers plus pertinents.

3.1 Le rôle central des flux de trésorerie

a) Présentation de l'ensemble des flux de trésorerie⁽¹⁾



Les sources des flux de trésorerie sont :

L'apport des actionnaires	En contrepartie, les titres leur donnent le droit de participer à l'activité par le biais des assemblées et de recevoir les dividendes. En tant que propriétaires, les actionnaires supportent le risque le plus important mais doivent en retirer le fruit le plus important sous forme de dividendes et de prix d'actions croissants.
Les revenus mis en réserves (ou non distribués)	Tous les profits après déduction du coût des opérations, du paiement des intérêts, des impôts et taxes et des dividendes sont réinvestis dans l'activité et considérés comme faisant partie des capitaux propres. Comme l'activité réinvestit le surplus de ses liquidités, elle crée de la valeur pour les actionnaires, ce qui est son objectif.
Le capital emprunté (ou dettes financières)	La plupart des sociétés se procure des fonds en souscrivant à des emprunts à long terme, ce qui génère le remboursement du capital et le paiement des intérêts. Ces fonds sont moins risqués que les capitaux propres et offrent donc un taux de rémunération moins important.
+ incidence de l'État (via l'imposition)	

b) Les flux de trésorerie provenant de l'exploitation

Ils sont déterminés généralement par la relation suivante :

$$\text{Flux de trésorerie d'exploitation} = \text{CAF d'exploitation} - \Delta\text{BFRE}$$

avec CAF : capacité d'autofinancement
 ΔBFRE : variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation

(1) R. Pike & B. Neale, op. cit., p. 7.

3.2 La prise en compte du coût des ressources

Pour créer de la valeur, il faut reconnaître que le **capital a un coût**⁽¹⁾. Les fonds propres ne sont pas en effet une ressource gratuite ; les actions constituant un actif risqué, leurs détenteurs demanderont un taux de rendement élevé : si le capital n'est pas correctement rémunéré, il sera réalloué à d'autres secteurs susceptibles de fournir un rendement plus élevé.

Le coût des fonds propres est le coût d'opportunité d'un placement alternatif et de même niveau de risque.

De même, les fonds empruntés devront être rémunérés sous forme d'intérêt.

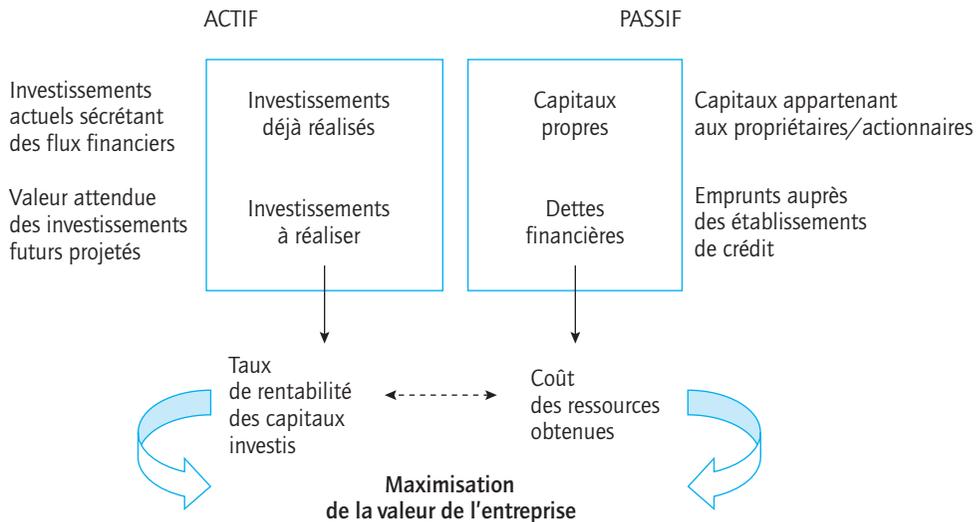
■ Conclusion

Les gestionnaires doivent prendre des décisions visant :

- l'amélioration des flux de trésorerie provenant de l'exploitation ;
- la réduction maximale du coût du capital, grâce à l'optimisation des décisions relatives à la structure du capital.

3.3 La confrontation entre flux créés et ressources utilisées

Il y a création de valeur si les décisions des dirigeants produisent **des flux de trésorerie qui excèdent le coût du capital** et si l'entreprise est en mesure de maintenir cette performance à long terme.



Pour les investisseurs, une société présente un intérêt si elle est capable de produire des liquidités. Les gestionnaires doivent alors réfléchir sur la valeur réelle de l'entreprise : ils ne

(1) Cf. fiche sur la détermination du coût du capital, p. 35.

doivent réinvestir le capital produit par l'entreprise que dans des projets qui en augmentent la valeur. S'ils ne le peuvent pas, ils doivent :

- redonner ce capital aux actionnaires sous la forme de dividendes ;
- racheter des actions de l'entreprise, ce qui devrait augmenter la valeur des actions en circulation.

4. Les apports de la théorie financière pour le management financier

L'asymétrie d'information et la théorie de l'agence jouent un rôle central en finance d'entreprise. Elles ont leur racine dans la littérature économique de l'information. Des théories complémentaires et néanmoins importantes permettent à l'ensemble d'expliquer le comportement des principaux acteurs en théorie financière.

4.1 Les principaux fondements théoriques

a) L'asymétrie d'information et la théorie du signal

■ *L'asymétrie d'information*

Elle existe quand un groupe de participants a une meilleure information (ou plus précocement) que les autres groupes.

■ *La signalisation*

Un signal est une action visible prise par le groupe plus informé qui fournit une information crédible aux moins informés.

La signalisation (dans un contexte d'asymétrie d'information) induit des implications concernant :

- la structure du capital ;
- la politique de dividendes, etc.

■ *Illustration de la signalisation*

On considère un monde dans lequel il y aurait deux types de firmes :

- des firmes de *bonne qualité* financière ;
- des firmes de *qualité financière faible*.

→ Les managers des firmes de bonne qualité souhaitent signaler leur supériorité au marché.

Ces signaux peuvent être le niveau d'investissement dans la firme, le montant des dettes contractées, le montant des dividendes déclarés, le type de financement utilisé pour financer un investissement et la décision de démembrer les actions. En revanche, ils comportent des **coûts** associés exogènes (coûteux) et endogènes (peu coûteux).

Quelle que soit la forme de signalisation retenue, les firmes de *bonne qualité* se démarqueront des firmes de *mauvaise qualité* aussi longtemps que ces dernières ne pourront imiter leurs actions et donc émettre de **faux signaux** :

- pour atteindre cet « **équilibre de séparation** », le gain de l'imitation faite par les firmes de mauvaise qualité doit être inférieur au coût d'émission de ces faux signaux ;

- si ce coût est inférieur aux gains, les firmes de mauvaise qualité imiteront les actions signalées des firmes de bonne qualité, ce qui conduira à un « **équilibre d’amalgame** » dans lequel le marché ne pourra distinguer les unes des autres.

b) La théorie de l’agence

La théorie de l’agence tire principalement ses principes du fait que les décisions sont prises à l’*intérieur* de la firme par les managers (les agents) pour le compte des investisseurs (les principaux) qui sont à l’*extérieur* de la firme.

→ Les intérêts conflictuels entre le management et les investisseurs peuvent amener à une allocation des ressources sous-optimale dans la firme.

La théorie de l’agence évalue l’impact du conflit d’intérêts entre principaux et agents qui provient essentiellement :

- de l’inclinaison des agents à « tirer au flanc » ;
- du détournement des ressources par les agents pour leur propre intérêt ;
- de la différence de perspectives d’horizon entre agents (court terme) et principaux (long terme) ;
- de la différence du degré d’aversion au risque entre principal et agent.

La théorie financière de l’agence analyse l’impact des conflits entre les dirigeants et les propriétaires sur les questions relatives :

- aux niveaux optimaux d’investissement et de risque supportés par la société ;
- à la structure optimale du capital.

L’existence de conflits d’agence entre managers et actionnaires, et entre actionnaires et prêteurs impose des coûts (**coûts d’agence**) de contrôle qui dépendent des montants de la dette et des capitaux propres de la société. La théorie de l’agence suggère qu’il existe un niveau optimal de répartition dettes/capitaux qui minimise l’ensemble des coûts de la société.

c) La finance comportementale

L’économie financière traditionnelle suppose que les gens agissent de manière **rationnelle**. Ce qui suppose que les acteurs ont les mêmes préférences, une connaissance parfaite de toutes les possibilités de choix et des conséquences de ces décisions. Or, la réalité est souvent éloignée de cela.

La finance comportementale s’attache à étudier l’influence des facteurs psychologiques et sociologiques sur les décisions financières. Elle essaie de relâcher ces hypothèses restrictives pour intégrer des modèles fondés sur les exceptions observables, systématiques et humaines à la rationalité. Ses tenants indiquent qu’elle aide à comprendre les anomalies sur les marchés des actions, incluant les sur et sous-réactions du marché des actions, les bulles et le comportement irrationnel.

Bien que davantage centrée sur les marchés financiers, la finance comportementale a également étudié les décisions d’investissement et de financement dans les firmes. Elle peut notamment contribuer à comprendre un certain nombre de points⁽¹⁾.

(1) Cf. développements sur l’efficience des marchés, p. 104.

4.2 L'explication théorique du comportement des individus et des firmes

Le rôle des dirigeants financiers est :

- en tout premier lieu, de maximiser la richesse des actionnaires dans un environnement risqué ;
- de décider des projets d'investissement sachant que les revenus sont incertains ;
- de lever des fonds nécessaires ;
- de gérer des flux de trésorerie.

Pour cela, ils doivent :

- chercher à combiner investissements appropriés, stratégies de financement et commerciale pour obtenir des avantages concurrentiels ;
- en collant aux règles de bonne gouvernance.

Les théories de la finance fournissent des explications sur le comportement des individus, des firmes et des marchés.

a) Comprendre le comportement individuel

Pour comprendre comment les **organisations fonctionnent**, il faut d'abord comprendre les **comportements individuels**. Il y a plusieurs modèles concernant le comportement humain (sociologique, psychologique et politique) ; mais, en finance, on se restreint généralement à deux modèles significatifs :

<p>Le modèle économique traditionnel du comportement du consommateur</p>	<p>Le manager est supposé uniquement chercher à maximiser sa richesse à court terme.</p> <p>Avantage : Approche simple qui a permis la construction de nombreux modèles et théories, aujourd'hui classiques.</p> <p>Inconvénient : Explication pauvre de beaucoup d'aspects du comportement humain : pour bien des agents et dans bien des situations, l'argent ne vient pas avant la moralité, l'honnêteté, l'altruisme, etc.</p>
<p>Le modèle de maximisation, de ressources et d'évaluation (Jensen & Meckling, 1994 ⁽¹⁾)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Les gens sont supposés avoir des ressources (ou être « ingénieux »), et bien que poursuivant leurs propres intérêts, ne sont pas intéressés que par l'argent (ils sont sensibles au respect, à la qualité de vie, à l'amour et au bien-être des autres). • Les individus répondent de manière créative aux opportunités qui se présentent à eux, recherchant d'autres opportunités, évaluant les gains qu'ils aimeraient recevoir et travaillant pour abandonner des contraintes dans leurs actions.
<p><small>(1) M. Jensen & W. Meckling, « The nature of man », Journal of applied Corporate Finance, Summer 1994.</small></p>	

■ Conclusion

En fait, aucun des deux modèles présentés ci-dessus ne met particulièrement l'accent sur les facteurs *psychologiques* dans le processus humain d'information et la prise de décision.

Même si, idéalement, l'argent n'est pas la principale, ni même la plus importante, chose dans une vie, toute *chose étant égale par ailleurs*, on agit d'une manière **économiquement rationnelle**, choisissant l'action qui **nous profite le plus financièrement**.

Il en découle naturellement deux principes fondamentaux :

<p>Les managers ne doivent considérer que les coûts (actuels et futurs) et les bénéfices contenus dans leur prise de décision</p>	<p>C'est le principe d'incrémentation – seuls les coûts additionnels ou les bénéfices résultant du choix d'une action doivent être considérés. <i>Exemple</i> : En matière de choix d'investissement, les dépenses déjà engagées par ailleurs ne sont pas pertinentes pour la décision à prendre.</p>
<p>La plupart des managers ont une aversion au risque (<i>risk averse</i>)</p>	<p>Parmi deux investissements qui offrent le même revenu, les managers choisiront celui qui possède le risque le plus faible.</p> <p>À l'inverse de ceux qui recherchent le risque (<i>risk-seeker ou risk-taker</i>), ils éviteront les risques jugés inutiles. Cette aversion au risque est une mesure de l'empressement du manager à payer pour réduire son exposition au risque. Par conséquent, cela peut se concevoir sous une forme d'assurance ou autre principe de couverture. <i>Remarque</i> : Symétriquement, il peut préférer des investissements ayant des revenus plus faibles car ils ont également des risques plus faibles.</p>

b) Comprendre le comportement des firmes

■ La notion de contrats

Une firme doit être vue comme un **ensemble d'individus et de ressources**. Plus précisément, c'est un **ensemble de contrats** qui lie des individus ensemble, chacun avec ses propres intérêts et objectifs. La théorie de l'agence explore précisément cette relation entre le principal (*i.e.* le propriétaire) et les agents chargés de prendre les décisions pour leur compte (*i.e.* dirigeants). Il en découle que, pour comprendre le comportement des firmes, il faut comprendre la nature des contrats et des **procédures de contrôle**.

■ Le rôle de l'information

L'information n'est pas habituellement disponible dans une mesure équivalente pour toutes les parties d'une activité. Par exemple, l'ensemble de la direction aura davantage de connaissances sur les projets futurs de l'activité que les actionnaires qui doivent, quant à eux, se baser sur l'information publiée.

Cette **asymétrie d'information** signifie que les investisseurs ne doivent pas prêter attention uniquement aux discours des dirigeants mais doivent également examiner l'information contenue dans les actions de l'entreprise. Cet effet de signalisation est particulièrement observé dans la réaction aux **déclarations de dividendes** et **négociations d'actions** de la part des dirigeants.

- Une *augmentation de dividendes* signale que la firme espère être capable de soutenir ce niveau de distribution de trésorerie dans l'avenir, car le fait d'interrompre le versement des dividendes est perçu comme une incompétence financière des dirigeants.
- Quand les dirigeants *augmentent leurs portefeuilles d'actions*, cette information est perçue comme une information favorable.