

CHAPITRE 1

INTRODUCTION À LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES

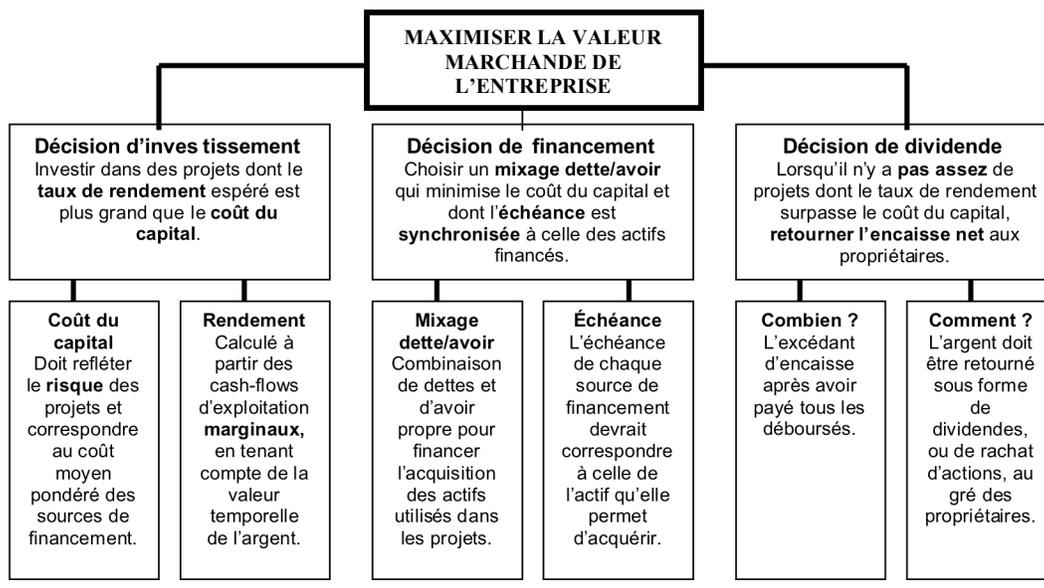
Peu importe leur forme juridique, toutes les entreprises espèrent que leurs recettes excéderont leurs déboursés et c'est là une condition essentielle à leur survie. Cependant, elles diffèrent entre elles sur l'ampleur de cet excédant appelé couramment *enrichissement*, ou encore *valeur ajoutée*. L'organisation à but non-lucratif (*OSBL*) ne doit pas distribuer ses excédants parmi ses propriétaires, ses actionnaires ou ses membres et ses objectifs seront certainement plus qualitatifs que quantitatifs. Mais pour la majorité des entreprises, celles qui sont en compétition sur les marchés capitalistes, le but ultime est l'enrichissement maximal. Leur objectif est donc obligatoirement plus quantitatif que qualitatif et il se mesure en termes de dollars. Comme la fin justifie les moyens, il va sans dire que les principes de gestion et les modèles d'aide à la prise de décision des unes et des autres divergeront passablement. Ce serait une grave erreur de gérer un hôpital ou une école comme on gère une banque par exemple. On n'a qu'à regarder ce qui s'est passé dans les hôpitaux ou les universités québécoises pour constater les effets dévastateurs d'une gestion qui n'est pas harmonisée à l'objectif. On a demandé à leurs dirigeants de prioriser les excédants budgétaires et ils en ont pris les moyens, tant et si bien que les aspects qualitatifs, comme la qualité des soins ou de l'enseignement, en ont pris un bon coup ! Vous comprendrez qu'il serait tout aussi dangereux pour une entreprise à but lucratif de forcer ses gestionnaires à prioriser l'atteinte du bonheur au détriment de la rentabilité. Bref, la logique et le gros bon sens (*GBS*) s'imposent.

Sachez donc que ce livre discutera uniquement des modèles d'aide à la prise de décision pour les entreprises qui ont opté pour l'objectif d'enrichissement. Utiliser ces modèles pour atteindre d'autres objectifs serait une grave erreur qui pourrait même mener à la catastrophe financière.

QU'EST-CE QUE LA GESTION FINANCIÈRE ?

Le gestionnaire financier moderne contribue largement au succès de l'entreprise dont il fait partie. S'il fut longtemps isolé et confiné à ses calculs, il est maintenant devenu un membre à part entière d'une équipe qui s'implique quotidiennement autant dans les opérations, la commercialisation et la planification stratégique de l'entreprise que dans la saine gestion de ses finances.

FIGURE 1 *Cadre de référence de la gestion financière d'entreprise*



Les grandes décisions pour lesquelles il est spécifiquement et directement imputable auprès de son entreprise sont (1) la décision d'investissement, (2) la décision de financement et (3) la décision de dividende. Les investissements effectués détermineront la taille de l'entreprise, l'ampleur de ses cash-flows d'exploitation, l'amplitude de son risque d'exploitation et son niveau de liquidités. Le choix d'un mode de financement, quant à lui, déterminera la charge financière de l'entreprise et son niveau de risque financier. Le gestionnaire financier devra toujours tenter de maximiser la taille des cash-flows nets générés par les investissements et, concurremment, minimiser les coûts de financement qui y sont rattachés, en vue de réaliser l'objectif ultime, celui de maximiser la valeur de l'entreprise. À défaut de pouvoir réaliser des investissements à valeur ajoutée, il devra redonner aux propriétaires de l'entreprise les cash-flows excédentaires.

LE PRINCIPE D'INVESTISSEMENT

Le principe d'investissement stipule que l'entreprise ne devrait acquérir que des actifs dont taux de rendement espéré est supérieur à leur coût moyen de financement. On appelle généralement ce dernier le coût moyen pondéré du capital ou encore, tout simplement, le coût du capital. Autrement dit, le principe d'investissement précise qu'une entreprise doit acquérir des actifs qui vont générer des recettes d'exploitation excédant les déboursés relatifs au remboursement des créances (internes et externes), auquel cas s'en suivra forcément une *valeur économique ajoutée*.

LE PRINCIPE DE FINANCEMENT

Le principe de financement stipule que l'entreprise doit opter pour le mixage de dette et d'avoir propre qui permettra de maximiser sa valeur marchande. Plus concrètement, cela signifie qu'il faut opter pour le rapport (dette/avoir) qui minimise le coût du capital. S'en suivra forcément une augmentation de la valeur puisque l'écart entre les recettes d'exploitation (qui excluent les frais financiers) et les coûts de financement sera accru.

LE PRINCIPE DE DIVIDENDE

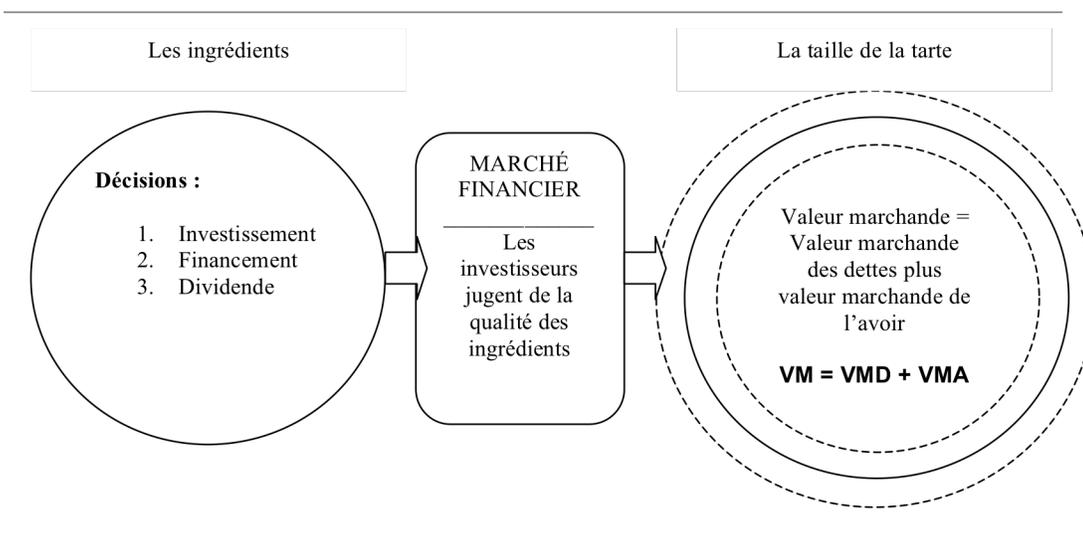
Il peut arriver que, pendant un certain temps, une entreprise ne puisse utiliser tous ses cash-flows excédentaires pour réaliser des investissements dont le taux de rendement espéré surpasse son coût du capital. En vertu du principe de dividende, il faudrait alors que ces cash-flows excédentaires soient retournés aux propriétaires de l'entreprise.

À PROPOS DE L'OBJECTIF FINANCIER À POURSUIVRE

Nul besoin de souligner l'importance vitale pour une entreprise de se fixer un objectif unique, mesurable et accepté de tous. Il doit être unique pour que toutes les décisions stratégiques pointent vers une seule et même direction. Il doit être mesurable pour permettre aux propriétaires de l'entreprise de quantifier l'apport de toutes celles et ceux qui contribuent à son atteinte. Il doit finalement être accepté de tous pour assurer un travail d'équipe à l'unisson et éviter du coup les possibles conflits d'intérêt.

L'école de pensée dominante propose que la maximisation de la valeur marchande de l'entreprise est le meilleur objectif qu'on puisse poursuivre. Pour mieux saisir la portée de cet objectif, on peut se représenter l'entreprise comme une tarte, comme l'illustre la figure ci-après.

FIGURE 2 *L'entreprise comparée à une tarte*



Sur les marchés financiers, la communauté des investisseurs réagira aux décisions (les ingrédients) de l'entreprise de telle sorte que la taille (la valeur marchande) de la tarte (l'entreprise) pourra s'accroître ou s'atrophier, quelquefois même dramatiquement. Plus la qualité et l'efficacité des décisions de l'entreprise seront jugées efficaces, plus les investisseurs valoriseront ses actions (la tarte va gonfler). Dans le cas de décisions financières perçues comme douteuses et non efficaces, le prix des actions chutera sur le marché (la tarte sera plus petite). Pour mieux saisir la pertinence de cet objectif, regardons les lacunes d'un autre objectif qui est largement répandu chez nos dirigeants d'entreprise, celui de la maximisation du bénéfice par action (*BPA* ci-après).

LES LACUNES DE LA MAXIMISATION DU *BPA*

Nous le disions précédemment, un très grand nombre de propriétaires d'entreprises visent encore aujourd'hui la maximisation du *BPA*. Ils exigent donc que leurs employés prennent des décisions en ce sens. Comme le *BPA* est mesuré par des experts-comptables dont la crédibilité sur les marchés est quasi

incontestable, et comme il est publié officiellement dans les états financiers au moins une fois l'an, il paraît alors facile de mesurer l'impact des gestes posés et, au besoin, de récompenser les plus méritants à la hauteur de leur contribution à l'accroissement du sacro-saint profit.

■ EXEMPLE 1

Vittorio Di Cacao, le gestionnaire financier de Provistop Inc, doit choisir entre deux projets d'investissement mutuellement exclusifs, A ou B. Les profits anticipés pour ces 2 projets d'une durée de 3 ans sont illustrés ci-dessous. Quel projet Vittorio doit-il choisir en sachant que Provistop poursuit inlassablement l'objectif de la maximisation du *BPA* ?

Projets	<i>Profits comptables anticipés</i>			
	<i>Année 1</i>	<i>Année 2</i>	<i>Année 3</i>	<i>Total des années 1, 2 et 3</i>
<i>A</i>	<i>220 000 \$</i>	<i>30 000 \$</i>	<i>30 000 \$</i>	<i>280 000 \$</i>
<i>B</i>	<i>20 000 \$</i>	<i>50 000 \$</i>	<i>210 000 \$</i>	<i>280 000 \$</i>

Solution :

Comme l'objectif avoué chez Provistop est la maximisation des bénéfices, Vittorio doit donc recommander à ses dirigeants d'investir indifféremment dans l'un ou l'autre des deux projets, puisque les profits accumulés à l'échéance sont identiques, soit 280 000 \$.

Mais Vittorio et ses patrons ont-ils vraiment choisi le bon objectif ? La poursuite obstinée d'un profit comptable maximal permet-elle réellement d'accéder au Nirvana financier ? En fait, les bonnes intentions de Vittorio et de ses dirigeants risquent bien plus de les mener tout droit en enfer, et cela pour au moins quatre bonnes raisons. Le profit comptable ignore: (1) la valeur temporelle de l'argent, (2) le niveau des cash-flows, (3) le coût de la rémunération des actionnaires et (4) le risque d'affaire de l'entreprise.

Le BPA ne tient pas compte de la valeur de l'argent dans le temps

Vous conviendrez sans doute avec moi qu'il est préférable d'encaisser 100 \$ aujourd'hui plutôt que 100 \$ dans 1 an. La raison en est fort simple, c'est parce qu'il est possible d'investir les 100 \$ encaissés aujourd'hui et, grâce au jeu des intérêts, accumuler un montant supérieur à 100 \$ au terme de l'année. En découle logiquement que Vittorio Di Cacao devrait préférer le projet A au projet B, même si leurs profits cumulés sont identiques après 3 ans. Pourquoi ? Parce que les plus gros profits surviendront en début de projet plutôt qu'en fin de projet, comme c'est le cas pour B. Les profits réinvestis du projet A permettront donc à Provistop d'accumuler un montant plus élevé à l'échéance.

Au royaume de la valeur, le cash-flow est souverain

Un cash-flow, c'est de l'argent sonnante. Il est égal à l'excédant des recettes sur les déboursés. Pour l'entreprise, le cash-flow représente donc la somme d'argent disponible qu'elle peut verser à ses propriétaires et-ou réinvestir dans des projets à valeur ajoutée. Plus les cash-flows disponibles aux propriétaires de l'entreprise seront élevés, plus ces proprios seront économiquement riches et plus ils seront satisfaits.

Peut-on aussi prétendre que plus les profits seront élevés, plus les propriétaires seront fortunés et plus ils seront comblés ? Encore une fois, malheureusement, la réponse est négative. De fait, le profit comptable est un bien piètre indicateur de richesse. La comptabilité d'exercice exige que les revenus et les dépenses soient enregistrés à l'instant même où ils surviennent, sans égard au moment où ils seront respectivement encaissés ou déboursés. S'en suit nécessairement une distorsion entre le cash-flow (qui est égal à l'excédant des encaissements sur les décaissements) et le profit comptable. Pratiquement, cela veut dire qu'une entreprise pourrait montrer de gros profits alors que ses propriétaires seraient sans le sou, juste parce que les ventes n'auraient pas été encaissées.

Pis encore, l'expert-comptable peut légalement choisir la méthode de comptabilisation de certains postes aux états financiers. C'est le cas notamment de la dépense d'amortissement. Il va sans dire que tous ces ornements comptables autorisés affectent le niveau du profit, ce qui le rend pour le moins difficile à interpréter et, disons-le franchement, sans grande valeur économique pour le propriétaire qui désire s'enrichir. Somme toute, seul le cash-flow dégagé par l'entreprise peut être consommé ou réinvesti. Aux yeux des agents économiques, il est donc le seul à avoir de la valeur.

Le BPA ignore la rémunération nécessaire des actionnaires

Le profit comptable ne tient pas compte de tous les coûts associés à l'exploitation d'une entreprise. Lorsqu'on le calcule, on considère toujours la dépense d'intérêt comme le coût d'emprunter des fonds externes, mais on ignore le coût des fonds avancés par les actionnaires (propriétaires) de l'entreprise.

Imaginons qu'en 2007, les gestionnaires d'une entreprise n'aient investi que dans les projets dont les *BPA* étaient les meilleurs parmi l'ensemble des projets soumis pour acceptation. Par surcroît, supposons que le taux de rendement qu'ils ont réalisé sur leur mise de fonds fut de 3 % pour la même année, alors que le taux de rendement sur les bons du Trésor fut, lui, de 5 %. Pourrait-on alors croire sérieusement que les gestionnaires de l'entreprise ont agi dans le meilleur intérêt de ses propriétaires ? Certes non ! Évidemment, ils ont respecté l'objectif de la maximisation du *BPA*, mais ils n'ont pas permis à leurs actionnaires de s'enrichir, puisque ces derniers auraient pu réaliser un taux de rendement annuel de 5 %, soit 2 % de plus, sans même prendre de risque, en achetant simplement des bons du Trésor. Pensez-vous franchement que les actionnaires de l'entreprise en question seraient heureux d'une telle situation ? Pensez-y et lisez bien l'exemple qui suit!

■ EXEMPLE 2

Le cas de la compagnie américaine *Burlington Northern* illustre parfaitement ce que nous venons de dire. En 1980, un dénommé *Richard Bressler* détrôna l'ancien PDG de l'entreprise. Contrairement à ses prédécesseurs, il n'était pas un "*homme de chemin de fer*". Il était plutôt ce qu'on appellerait gentiment un "*outsider*" qui fut embauché spécifiquement dans le but d'accroître la valeur des actions de la compagnie.

Sous le règne de l'ancien PDG, l'entreprise avait réalisé un taux de rendement moyen de 4 % sur l'avoir de ses actionnaires, alors que les obligations du gouvernement américain en avaient rapporté 6 %. Bien sûr, le premier gestionnaire de l'entreprise lui faisait réaliser des profits, mais il perdait en même temps la confiance des actionnaires en investissant dans des projets de chemin de fer qui ne rapportaient même pas le rendement qu'ils auraient pu réaliser en investissant simplement leur argent dans un titre à risque à peu près nul. Voilà pourquoi l'ancien PDG remplacé par Monsieur Bressler !



Le BPA fait fi du risque d'affaire de l'entreprise

Le niveau de risque d'affaire de l'entreprise est déterminé par la nature de ses opérations commerciales. Or, le bénéfice comptable n'en tient pas compte. Imaginons qu'on doive évaluer deux firmes, A et B, ayant toutes deux réalisé un bénéfice de 10 000 \$ cette année. Bien que ces deux entreprises exercent des activités commerciales identiques, elles ont opté pour des stratégies de croissance sensiblement différentes, illustrées au tableau suivant.

TABLEAU 1 *Distribution de probabilité du taux de croissance du BPA en fonction de la stratégie choisie par les entreprises A et B*

<i>STRATÉGIE DE L'ENTREPRISE (A)</i>		<i>STRATÉGIE DE L'ENTREPRISE (B)</i>	
<i>Probabilité</i> (%)	<i>Taux de croissance du BPA (TC) %</i>	<i>Probabilité</i> (%)	<i>Taux de croissance du BPA (TC) %</i>
10	7	5	9
25	9	25	10
30	11	40	11
25	13	25	12
10	15	5	13
-----	-----	-----	-----
Total = 100	E(TC) = 11 %	Total = 100	E(TC) = 11 %

Chacune de ces stratégies procure un taux de croissance espéré de 11 %, tel que calculé ci-dessous.

Stratégie (A) :

$$E(TC) = (7\% \times 10\%) + (9\% \times 25\%) + (11\% \times 30\%) + (13\% \times 25\%) + (15\% \times 10\%)$$

$$E(TC) = 11\%$$

Stratégie (B) :

$$E(TC) = (9\% \times 5\%) + (10\% \times 25\%) + (11\% \times 40\%) + (12\% \times 25\%) + (13\% \times 5\%)$$

$$E(TC) = 11\%$$

Mais le risque d'affaire, tel que mesuré par l'écart type des taux de croissance, n'est pas du tout identique, tel que le démontre le calcul qui suit.

Stratégie (A) :

$$S_A = \left[(7\% - 11\%)^2 \times 10\% + (9\% - 11\%)^2 \times 25\% + \dots + (15\% - 11\%)^2 \times 10\% \right]^{1/2}$$

$$S_A = 2.28 \%$$

Stratégie (B) :

$$S_B = \left[(9\% - 11\%)^2 \times 5\% + (10\% - 11\%)^2 \times 25\% + \dots + (13\% - 11\%)^2 \times 5\% \right]^{1/2}$$

$$S_B = 0.95 \%$$

Visiblement, la stratégie de l'entreprise A est la plus risquée des deux, puisque la distribution de probabilité du taux de croissance de son *BPA* est moins centrée autour de la moyenne de 11 % et les taux probables de croissance de son bénéfice s'en éloignent davantage (une dispersion de 7 % à 15 % pour l'entreprise A -vs- une dispersion de 9% à 13% pour B). Dans le jargon mathématique, on dit que l'écart type de la stratégie A est supérieur à celui de la stratégie B.

En toute logique, l'investisseur rationnel ne devrait pas accorder la même valeur aux deux entreprises, pour la simple et bonne raison qu'à bénéfice espéré égal, une des deux entreprises lui ferait courir plus de risque, soit l'entreprise A. Sur le marché réel, donc, la communauté des investisseurs devrait accorder à B une plus grande valeur pour ses actions.

En conclusion sur la maximisation du BPA

En démontrant que le bénéfice comptable n'est pas un bon indicateur de richesse, nous n'avons certes pas l'intention de faire le procès de la profession comptable. Le problème ne tient pas tant des chiffres comptables que de leur mauvaise utilisation par les gens d'affaires. À notre avis, il est surprenant que l'approche traditionnelle d'évaluation fondée sur la maximisation du *BPA* soit encore si largement répandue, compte tenu des preuves théoriques et empiriques qui démontrent de façon accablante que la valeur économique ajoutée et la croissance du BPA sont très peu souvent synchronisées.

La maximisation de la valeur marchande de l'entreprise, elle, implique qu'on tienne compte de l'ampleur des cash-flows futurs de l'entreprise, de leur « timing » et de leur niveau de risque, puisque ces aspects sont ceux que regarderont les investisseurs sur le marché avant de fixer le prix des actions transigées. Prendre des décisions en poursuivant l'objectif de la maximisation de la valeur marchande de l'entreprise, c'est donc signaler aux investisseurs qu'on tient compte de leurs exigences et, par ricochet, du désir de nos actionnaires de s'enrichir au maximum.

LES CONFLITS ENTRE LES DIFFÉRENTS AGENTS

Poursuivre le meilleur objectif possible ne signifie pas pour autant qu'il n'y aura pas d'embûches en cours de route. La réalité nous démontre que les agents qui oeuvrent au sein de l'entreprise de même que ceux qui lui sont externes mais qui ont des intérêts découlant de son exploitation n'ont pas nécessairement avantage à poursuivre l'objectif de la maximisation de sa valeur. Plusieurs conflits d'intérêt peuvent surgir entre les actionnaires et les propriétaires, entre les gestionnaires et les fournisseurs, ou même entre les propriétaires et le Gouvernement.

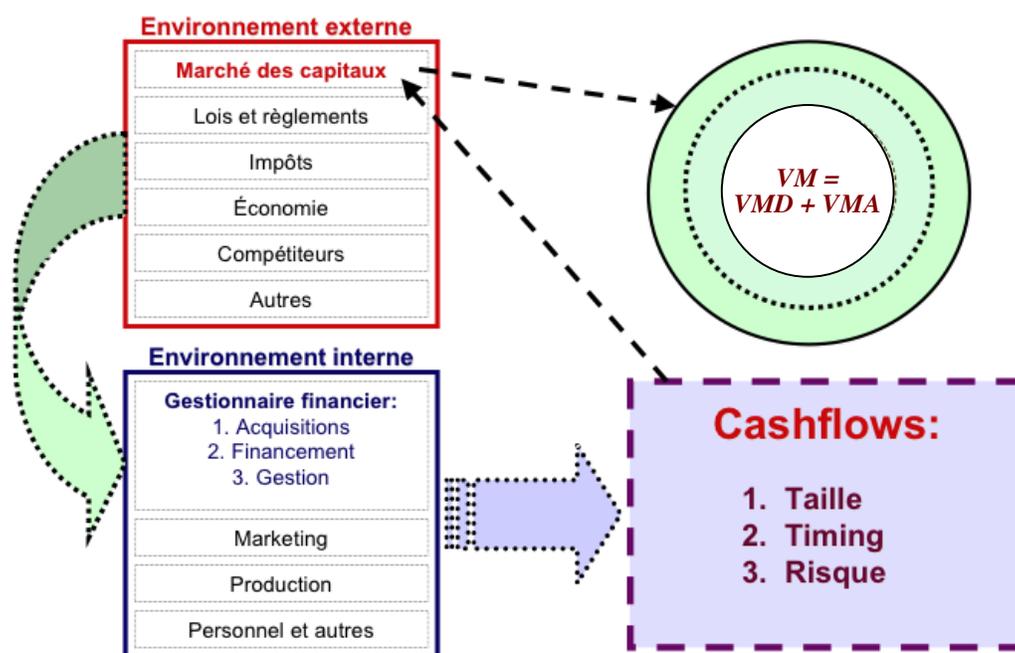
Mais que faire pour concilier tout ce beau monde de sorte que chacun y trouve son compte et contribue à la maximisation de la valeur de l'entreprise ? La réponse est simple : faire en sorte que tous puissent profiter de la valeur économique ajoutée de l'entreprise. Voilà sans doute ce qui explique la popularité grandissante de la gestion participative. Par exemple, on offre de plus en plus des options d'achat d'actions aux gestionnaires. En réalité, on veut s'assurer que tous travaillent à l'unisson. Évidemment, réunir tout le monde occasionne des coûts qu'on appelle les *coûts d'agence*, coûts qui sont souvent très élevés. Mais il y a un prix à tout n'est-ce pas ?

LE MARCHÉ FINANCIER CANADIEN

Comme nous l'avons mentionné précédemment, la valeur marchande d'une entreprise est déterminée par la communauté des investisseurs qui agissent sur les marchés financiers. Cela implique que les messages envoyés par l'entreprise vers les investisseurs puissent être diffusés largement et rapidement. Si, par surcroît, les signaux que les investisseurs reçoivent des entreprises sont complets, clairs et détaillés, le prix de ses actions reflétera nécessairement leur juste valeur marchande. Le marché et les informations qui y circulent sont donc le « nerf de la

guerre » dans la fixation de la valeur marchande des entreprises, tel que l'illustre éloquemment la figure qui suit.

FIGURE 3 *Gestion financière et valeur de l'entreprise*

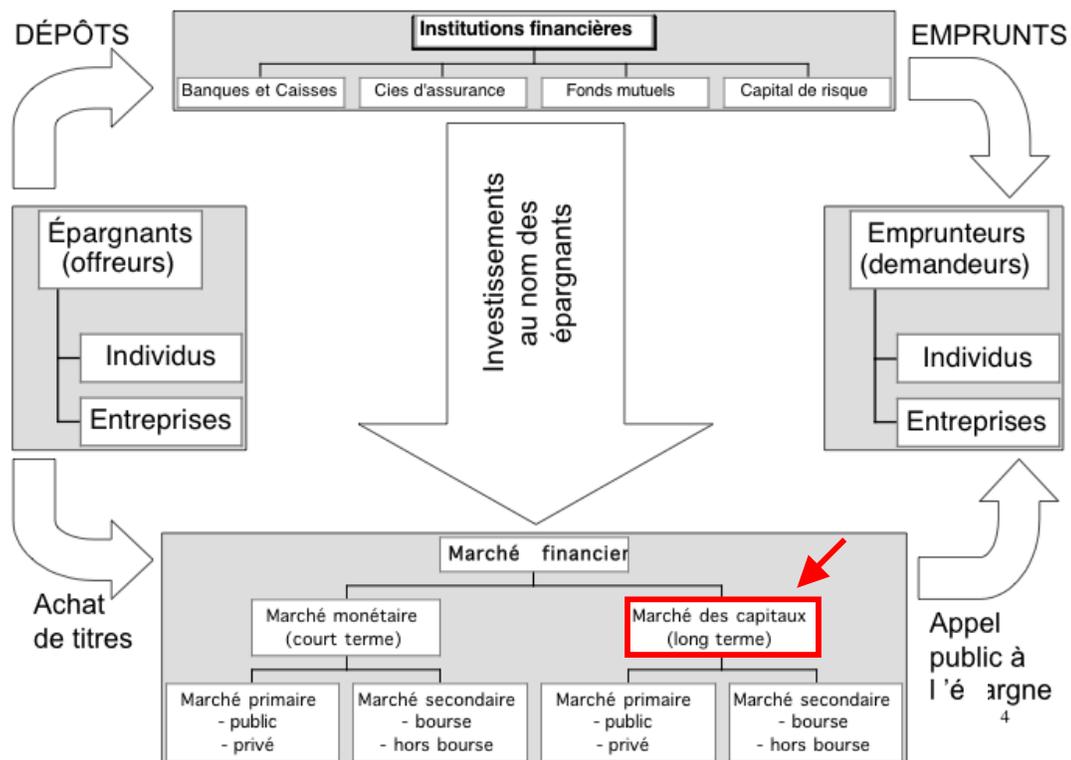


On le voit bien, les décisions financières prises à l'interne de l'entreprise vont déterminer la taille, le timing et le risque des cash-flows. Mais là s'arrête son rôle dans la fixation du prix de ses propres actions. Le reste du travail s'effectue sur le marché externe qu'on appelle le *marché des capitaux* et dont nous parlerons de façon détaillée un peu plus loin. Les cash-flows anticipés par l'entreprise sont le « signal » suprême qui est envoyé sur le marché des capitaux où agissent les investisseurs. Ces derniers décortiquent et analysent ensuite le signal reçu pour, ultimement, poser leur jugement quant à son impact positif ou négatif sur la valeur économique de l'entreprise. Bref, le marché a le premier rôle dans le processus de fixation du prix des actions transigées sur le marché. Le bon fonctionnement de ce marché des capitaux est donc une question de vie ou de mort pour les entreprises et, par voie de conséquence, pour notre économie en général. Voilà pourquoi il est souvent régi par l'État et étroitement surveillé.

La figure 4, elle, nous montre le fonctionnement global du marché financier canadien. Son tout premier rôle est de faciliter le transfert de l'épargne des agents

économiques (individus et entreprises) vers les demandeurs (emprunteurs) d'argent, via les institutions financières et le marché financier. Vous aurez sans doute compris que le carburant qui alimente cette machine à faire circuler l'argent, c'est l'intérêt. Les taux d'intérêt doivent être équitables pour tous, à défaut de quoi le mécanisme se dérègle et provoque des troubles économiques plus ou moins graves. C'est justement parce que les taux d'intérêt sont à la base des décisions d'investissement et de financement que nous consacrerons 3 ou 4 chapitres aux calculs financiers relatifs à l'intérêt.

FIGURE 4 *Les marchés canadiens*



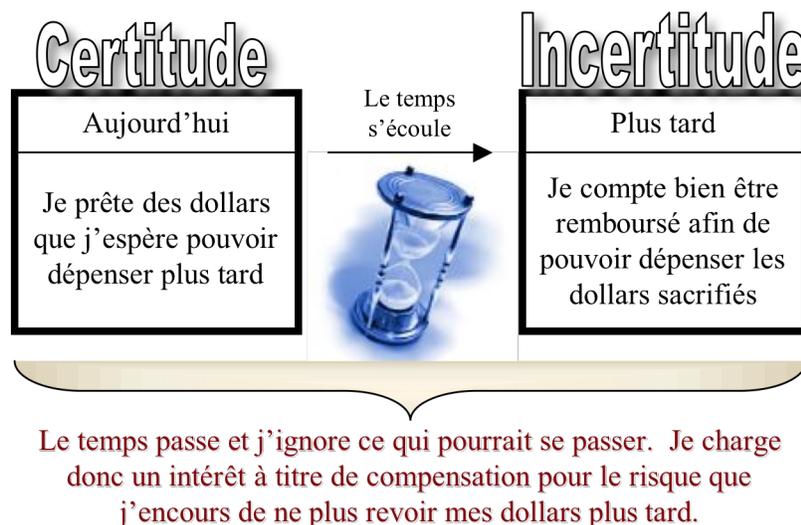
L'argent des épargnants ne passe pas directement aux mains des emprunteurs. Deux intermédiaires assurent les échanges d'argent : les institutions financières et le marché financier. Les institutions financières incluent les banques et caisses, les compagnies d'assurance, les fameux fonds mutuels et le capital de risque. Quant au marché financier, il se subdivise en deux : le marché monétaire où se transigent des titres dont l'échéance est inférieure à 1 an (court terme) et le marché des capitaux consacré aux transactions sur des titres à longue échéance

(long terme). C'est sur ce dernier qu'on retrouve la bourse des valeurs mobilières et où se transigent les actions et les obligations des entreprises. C'est donc sur le marché des capitaux que se détermine la valeur marchande des entreprises. Comme il est notre objectif de maximiser cette valeur, vous comprendrez combien il est important de savoir comment il fonctionne.

LES TAUX D'INTÉRÊT ET LE COÛT D'OPPORTUNITÉ

Nous l'avons dit, les taux d'intérêt doivent être équitables pour tous si on veut que les marchés soient efficaces du point de vue opérationnel. C'est une condition sine qua non. Dans le jargon financier, ce taux d'intérêt équitable s'appelle le *coût d'opportunité*. Pour le prêteur, le coût d'opportunité représente le taux de rendement que des investissements de même niveau de risque et de même échéance lui procureraient sur le marché. Pour l'emprunteur, le coût d'opportunité est égal au taux d'intérêt qu'il devrait assumer pour se rendre sur le marché aux mêmes conditions, en terme de risque et d'échéance. Que l'on parle de décision d'investissement, de décision de financement ou de dividendes, le coût d'opportunité devra toujours être pris en compte. Attardons-nous donc quelque peu à ce fameux taux d'intérêt. Nous tenterons de comprendre comment les taux d'intérêt, l'inflation et le risque interagissent.

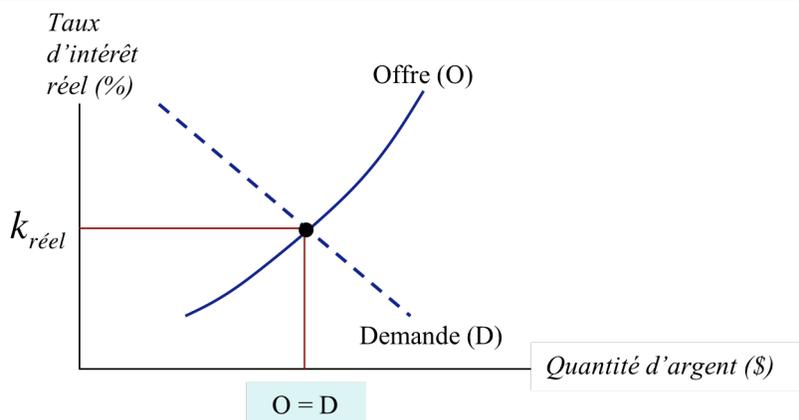
FIGURE 5 *Le taux d'intérêt est une compensation pour les risques assumés par le prêteur*



Les taux d'intérêt et leur fixation

Lorsqu'on prête son argent, on décide simplement de reporter à plus tard la consommation qu'on pourrait en tirer maintenant. On fait donc le sacrifice d'une satisfaction certaine et immédiate en retour d'une satisfaction incertaine et ultérieure. Cette dernière est incertaine parce qu'il pourrait survenir plusieurs événements négatifs pour le prêteur entre le jour où la transaction est signée et celui où elle sera finalisée (voir la figure 4). D'abord, l'emprunteur pourrait ne pas être en mesure de lui rembourser la somme due, pour toutes sortes de bonnes raisons. C'est ce qu'on appelle le risque de non-remboursement. Le prêteur court également le risque de perdre une partie de son pouvoir d'achat à cause de l'inflation. Bref, pour le prêteur, l'intérêt c'est la récompense d'attendre et de prendre des risques. Du point de vue de l'emprunteur, un prêt représente à la fois une obligation et une opportunité. Il est tenu légalement de rembourser son créancier, à défaut de quoi il perdra sa réputation et les biens personnels donnés en garantie. L'argent prêté lui donne également l'opportunité de faire immédiatement une transaction, qui, autrement, aurait été reportée à plus tard ou même perdue à jamais. Bref, pour l'emprunteur, l'intérêt est le prix de ne pas attendre afin de bénéficier d'une opportunité immédiate de s'enrichir. Que l'on considère le prêt d'un point de vue ou d'un autre, l'intérêt c'est le prix du temps et, comme tout autre prix, il sera fixé selon la loi de l'offre et de la demande. C'est cela une économie de marché. Il y a négociation entre preneurs (emprunteurs) et offreurs (prêteurs). Les premiers veulent payer un intérêt le plus bas possible, alors que les seconds désirent exactement le contraire. Cette négociation est rendue possible grâce aux intermédiaires financiers. Une fois qu'il y a entente, c'est-à-dire lorsque la courbe de l'offre rencontre celle de la demande, tel qu'illustré au graphique suivant, on finalise la transaction.

GRAPHIQUE 1 *Le mécanisme de fixation du taux d'intérêt réel*



Le taux d'intérêt réel

Dans un marché parfait, où l'inflation et le risque seraient absents, les taux d'intérêt seraient déterminés uniquement par le jeu de l'offre et la demande d'argent sur le marché, tel qu'illustré au graphique 1. Le taux d'intérêt à l'équilibre obtenu dans un tel marché s'appelle le *taux d'intérêt réel*. Ce dernier n'est pas statique, mais il fluctue à travers le temps en fonction des gestes posés par l'ensemble des intervenants sur les marchés et de leur conséquence sur le niveau de tous les fonds disponibles. Toute chose étant égale par ailleurs, une réduction de l'offre d'argent ou une croissance de sa demande entraînent une hausse du taux d'intérêt réel. À l'opposé, une demande réduite ou une offre accrue font glisser le taux réel vers le bas.

Le taux d'inflation anticipée

Mais les marchés parfaits n'existent que dans la tête des chercheurs. Une des imperfections que l'on retrouve sur les marchés réels, c'est l'inflation. C'est une imperfection majeure puisqu'elle affecte directement notre richesse en réduisant notre pouvoir d'achat. Pour mesurer l'inflation, on utilise un modèle réduit de l'économie et on observe l'évolution du prix d'un « panier » pondéré de biens. On construit ainsi un *indice des prix à la consommation (IPC)* de base 100 et qui permet d'estimer la variation du coût de la vie pour les consommateurs. On appelle *taux d'inflation* annuel la variation en pourcentage de l'*IPC* pour une année donnée. Par exemple, si le prix moyen du panier de biens passait de 100 à 105 entre le 1er janvier 2006 et le 1er janvier 2007, le *taux d'inflation observé* pour l'année 2006 serait de :

$$(105 - 100) / 100 = 5 / 100 = 5 \%$$

Mais les taux d'inflation observés ne sont pas d'un grand intérêt pour les décisions financières qui vont se concrétiser dans le futur. Ce qui préoccupe bien plus les investisseurs, c'est plutôt le *risque d'inflation* qu'on appelle *l'inflation anticipée* et qu'on mesure à partir du *taux d'inflation anticipé*. L'inflation anticipée influence directement les taux d'intérêt puisque les prêteurs d'argent exigeront un taux d'intérêt plus élevé aux emprunteurs afin de se prémunir contre la perte prévue de leur pouvoir d'achat. Il en résulte alors une hausse des taux d'intérêt lorsqu'on anticipe une hausse du taux d'inflation et une chute des taux d'intérêt dans le cas contraire. Cette interrelation entre le taux d'inflation anticipé

et le taux d'intérêt observé sur le marché (appelé le taux nominal) s'appelle la *relation de Fischer*. Formellement, cette relation s'exprime de la façon suivante :

Taux nominal sans risque = taux d'intérêt réel + taux d'inflation anticipée

Taux nominal sans risque = taux d'intérêt réel + prime de risque d'inflation

$$k_{sr} = k_{réel} + PRI \quad (\text{Éq.1})$$

Ainsi, dans un marché presque parfait où seul le risque d'inflation existerait, le taux d'intérêt qu'un prêteur exigerait de son emprunteur serait égal au taux réel (voir explications précédente) plus une prime pour se prémunir contre l'inflation anticipée, exprimée en pourcentage.

Toutes les imperfections du marché et leur impact sur les taux

Mais l'inflation n'est pas la seule imperfection du marché. Les investisseurs doivent encourir bien d'autres risques qui vont tous affecter le niveau des taux d'intérêt. L'équation qui suit décrit la relation qui existe entre les différents types de risque et le taux d'intérêt nominal d'un marché imparfait, comme le marché canadien.

$$k = k_{réel} + PRI + PRDP + PL + PRE \quad (\text{Éq.2})$$

où

k = le taux d'intérêt nominal observé sur un marché imparfait : ce pourrait être, par exemple, celui qui est annoncé dans la vitrine d'une banque ou qui est annoncé sur une page du *Financial Post*.

$k_{réel}$ = le taux d'intérêt sur un titre dépourvu de risque et qui ne subit pas l'inflation : il est raisonnable de croire que ce taux est le taux d'intérêt demandé par les investisseurs sur les bons du Trésor canadiens à 3 mois observé au cours d'une période sans inflation.

PRI = la prime de risque pour l'inflation, c'est-à-dire le taux de rendement additionnel exigé par le prêteur pour se prémunir contre la perte anticipée de son pouvoir d'achat.

$PRDP$ = la prime de risque de défaut de paiement, c'est-à-dire le taux de rendement supplémentaire exigé par les prêteurs pour se protéger contre une détérioration future de la cote de crédit de l'emprunteur.

- PL* = la prime de liquidité, soit le taux de rendement additionnel exigé par les investisseurs faisant l'acquisition de titres qui ne peuvent être convertis en argent à un prix facilement prévisible.
- PRE* = la prime pour le risque d'échéance, c'est-à-dire la prime de rendement exigée en fonction de l'échéance des titres ; plus l'échéance est lointaine, plus cette prime est grande.

LES 10 RÈGLES D'OR DE LA GESTION FINANCIÈRE

Comme toutes les disciplines, la finance possède son propre lot de principes fondamentaux, sorte de règles d'or, qui en constituent le fondement. Nous en avons identifié une dizaine et nous vous les énumérerons ci-après en guise de conclusion à ce chapitre. Vous constaterez qu'il n'est pas nécessaire d'être un expert en finance pour bien les comprendre. Cependant, il est essentiel de connaître chacune de ces règles pour devenir un bon gestionnaire financier.

1. LE TEMPS, C'EST DE L'ARGENT

Un dollar entre vos mains aujourd'hui vaut plus qu'un dollar à encaisser demain. Cela implique qu'il faudra toujours préférer encaisser rapidement les cash-flows anticipés d'un investissement. À l'inverse, il faudra retarder au maximum les sorties de fonds.

2. RISQUE ET RENDEMENT VONT DE PAIR

Marie-Andrée en est à ses tout début comme analyste financière dans une grande entreprise multinationale. Elle planifie déjà l'achat de sa première maison dans 5 ans. Selon ses estimations, sa mise de fonds au comptant devra s'établir à 20,000\$. Comme elle ne dispose d'aucune économie à ce jour, elle doit donc trouver une façon élégante et abordable d'accumuler les fonds requis. Une collègue de travail à qui elle a demandé conseil, la très expérimentée Julie, lui suggère quatre options d'épargne qui pourraient lui permettre de réaliser son rêve. La première consiste à déposer un montant mensuel égal pendant 60 mois dans une banque qui garantit un taux fixe de 4 % composé mensuellement. Le montant des dépôts mensuels que Marie-Andrée devra alors effectuer s'établit à 301.66 \$, obtenu comme suit :

$$PMT = FV \times \left[\frac{\left(1 + \frac{I}{m}\right)^{N \times m} - 1}{\frac{I}{m}} \right] = 20\,000 \times \left[\frac{\left(1 + \frac{4\%}{12}\right)^{5 \times 12} - 1}{\frac{4}{12}} \right] = \underline{301.66} \$ \quad (\text{Éq.3})$$

La deuxième option serait d'investir sur le marché boursier dans un portefeuille d'actions de grandes entreprises, financièrement solides et bien établies depuis des décennies. Le taux de rendement annuel des actions de ces entreprises fut de 10 % au cours des 50 dernières années. Convaincue que l'histoire a tendance à se répéter, Julie établit donc la contribution mensuelle de Marie-Andrée à 258.27 \$¹. Il s'agit là d'une économie mensuelle de 43.39 \$ par rapport à la première option.

La troisième option consiste à investir sur le marché boursier américain en achetant des actions de petites entreprises américaines, jeunottes et en pleine croissance. Selon Julie, qui prend régulièrement connaissance des résultats de recherches sur le fonctionnement des marchés boursiers, le rendement annuel des « juvéniles » américaines a oscillé aux alentours de 15 % au cours des 50 dernières années et tout porte à croire que ce phénomène persistera encore longtemps. Selon les calculs de Julie, cette stratégie d'investissement exigerait de Marie-Andrée un déboursé mensuel de 225.80 \$. Il s'agit d'une économie de 75.86 \$ par rapport à la première option et de 32.47 \$ par rapport à la deuxième.

Comme quatrième et dernière option, Julie propose d'acheter des actions d'une seule compagnie dont le taux de rendement annuel moyen réalisé au cours des 3 dernières années fut de 24 %. L'adoption de cette stratégie impliquerait des dépôts mensuels de 175.36 \$. Le tableau qui suit illustre chacune des options avec l'investissement qu'elle requiert.

TABLEAU 2 *Les 4 options proposées à Marie-Andrée avec leurs caractéristiques respectives*

<i>Options d'investissement</i>	<i>Taux de rendement annuel espéré</i>	<i>Dépôts mensuels requis</i>	<i>Économies p/r à l'option 1</i>	<i>Économies p/r à l'option 2</i>	<i>Économies p/r à l'option 3</i>
1. Dépôt bancaire	4%	301,66\$	-	-	-
2. Actions grandes entreprises	10%	258,27\$	43,39	-	-
3. Actions entreprises juvéniles	15%	225,80\$	75,86\$	32,47\$	-
4. Actions une seule entreprise	24%	175,36\$	126,30\$	82,91\$	50,44\$

Quelle option doit retenir Marie-Andrée ? La réponse à cette question n'est pas évidente et une analyse individuelle s'impose.

¹ Ce montant a été obtenu à partir de l'équation 1 en modifiant simplement le taux d'intérêt.

Option 1 - Des quatre options qui sont sur la table, la première est sans doute la plus sûre. En effet, la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) est une société d'État fédérale établie par le Parlement qui assure les épargnes des Canadiens et des Canadiennes au cas où leur banque ferait faillite. La SADC n'est ni une banque, ni une compagnie privée d'assurances, mais elle assure automatiquement les dépôts effectués dans les banques à charte canadiennes jusqu'à concurrence de 100 000 \$. Si Marie-Andrée optait pour cette stratégie d'investissement, elle serait donc certaine d'avoir en sa possession les 20 000 \$ requis dans 5 ans.

Option 2 - Au départ, nous tous conviendrons que le marché des actions promet des rendements moins certains que ceux des banques à charte. Le taux de rendement historique de 10 % permet à Marie-Andrée d'espérer des rendements futurs similaires. Mais elle ne devra pas oublier que le 10 % n'est qu'une moyenne et que les rendements annuels varient significativement au fil du temps. Bref, bien que cette option représente une économie par rapport à la précédente, elle ne permet pas à Marie-Andrée d'affirmer que les 20 000 \$ requis dans 5 ans seront disponibles.

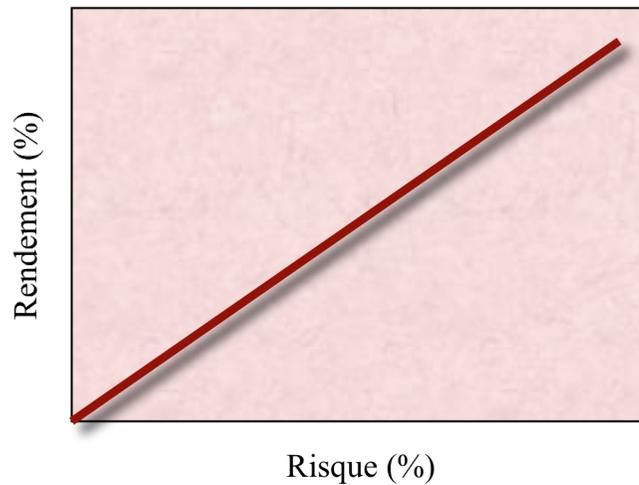
Option 3 - Toutes les recherches empiriques le démontrent bien, les rendements d'actions de petites entreprises varient encore plus que ceux de grandes entreprises. C'est le gros bon sens qui parle puisqu'elles sont plus vulnérables que les grandes entreprises aux fluctuations du marché en général. Ainsi, le rendement historique de 15 % pourrait être le gage de rendements futurs intéressants pour Marie-Andrée, rendements qui lui permettraient d'accumuler les 20 000 \$ nécessaires dans 5 ans. Mais, elle ne doit jamais oublier la grande variabilité de ces rendements, ce qui augmente significativement la probabilité d'obtenir des rendements nettement inférieurs à 15 %.

Option 4 - De toutes les stratégies présentées à Marie-Andrée, celle-ci est définitivement la plus hasardeuse. Marie-Andrée doit bien comprendre qu'un tel rendement de 24 %, bien qu'il ait été observé au cours des 3 dernières années, est difficilement soutenable sur une période à moyen terme. De fait, il est très probable que les rendements des 5 prochaines années diminueront et reviendront à un niveau normal, une fois apaisée l'euphorie des investisseurs.

Toute réflexion faite, le choix de Marie-Andrée est plutôt déchirant : plus elle voudra éliminer l'incertitude, plus ça lui coûtera cher ; plus elle voudra économiser, moins elle sera assurée de pouvoir réaliser son rêve dans 5 ans. Bref, Marie-Andrée apprendra à ses dépens le principe de base qui lie le risque et le rendement sur les marchés financiers et qui relève plus ou moins du sens

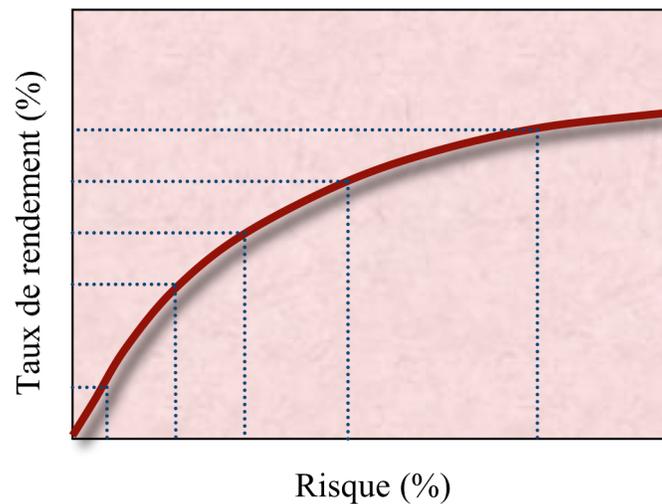
commun : plus le taux de rendement espéré est élevé, plus les risques encourus sont importants. Le graphique 2 illustre cette relation entre le risque et le rendement.

GRAPHIQUE 2 *La relation risque vs rendement en théorie*



Mais, en réalité, la relation entre le risque et le rendement n'est pas une relation linéaire. Elle ressemble plutôt à celle qui est illustrée ci-après :

GRAPHIQUE 3 *La relation risque vs rendement en réalité*



Cette courbe ascendante et aplanissante peut s'expliquer mathématiquement. Mais les démonstrations mathématiques, beaucoup trop utilisées par les scientifiques de la finance à mon avis, n'ont aucune vertu pédagogique et rendent hermétique et repoussante une discipline fascinante qui, pourtant, relève bien plus du jugement et du gros bon sens que de la science. Nous tenterons donc l'explication intuitive qui suit : vous pouvez réaliser des rendements positifs à l'infini mais un jour, le risque sera si grand que vous perdrez tout votre argent, ce qui explique que la courbe commence à s'aplanir à mesure que vous prenez plus de risques et qu'elle finit par plafonner.

Avant d'engager des sommes importantes dans l'acquisition d'actifs, les investisseurs tentent d'abord d'en déterminer les caractéristiques. Une fois terminée, cette investigation leur permet de prévoir l'ampleur et le timing des cash-flows futurs que procureront lesdits actifs. Moins les investisseurs sont certains des cashflows prévus, plus l'actif est risqué. À l'inverse, plus les investisseurs sont certains des cash-flows anticipés, moins l'actif est risqué. Somme toute, le risque est fonction de l'incertitude sur les cash-flows futurs, et cette incertitude découle directement des caractéristiques propres à chaque actif.

Une fois que le niveau de risque d'un actif a été établi par les investisseurs, le marché sur lequel il est mis aux enchères permettra l'ajustement rapide de son prix à un niveau tel que son acquéreur réalisera un rendement conforme au risque spécifique dudit actif. Bref, le dosage risque/rendement approprié est assuré par les mécanismes de marché : l'investisseur établit d'abord le risque spécifique de l'actif; ce dernier est ensuite mis aux enchères sur le marché afin que les investisseurs négocient un prix permettant à l'acquéreur de réaliser un taux de rendement parfaitement ajusté au niveau de risque assumé.

3. AU ROYAUME DE LA VALEUR, LE CASH-FLOW EST ROI

L'objectif financier est de maximiser la valeur de l'entreprise. Autrement dit, l'objectif est la maximisation de la richesse des propriétaires de l'entreprise. Or, c'est avec de l'argent sonnante qu'on s'enrichit, pas avec des profits comptables. Conséquemment, seul le cash-flow a une valeur économique pour tous. Le *BPA* n'a aucune valeur puisqu'il ne peut être échangé contre des biens et-ou des services.

4. SEULS LES CASH-FLOWS MARGINAUX PEUVENT AJOUTER DE LA VALEUR ÉCONOMIQUE À UNE ENTREPRISE

La valeur économique d'une entreprise qui ne génère aucun nouveau cash-flow demeure stable. Seul l'ajout de cash-flows supplémentaires (marginaux par rapport au statu quo) permet d'accroître sa valeur. En découle que le passé n'a aucune valeur sur le marché. Seuls les projets futurs et leur éventuel impact sur le niveau des cash-flows intéressent les investisseurs.

5. DANS UN MARCHÉ CONCURRENTIEL, IL EST TRÈS DIFFICILE D'IDENTIFIER DES PROJETS À RENTABILITÉ EXCEPTIONNELLE

Dans un marché limité où les compétiteurs compétents et informés sont nombreux, il est impossible de réaliser des taux de rendement très élevés pendant une longue période. Un projet très rentable sera très rapidement « copié » par les compétiteurs et, comme le marché est limité, le taux de rendement de ces projets retombera à son niveau normal.

6. LES MARCHÉS FINANCIERS SONT EFFICIENTS

Un marché est dit « efficient » si le prix des titres qu'on y transige s'ajuste très rapidement à toute nouvelle information pertinente. En découle à fortiori que les prix des titres transigés sur un marché efficient représentent constamment leur juste valeur marchande. S'il en était autrement, l'allocation des ressources monétaires serait sous optimale avec, comme conséquence, des taux de rendement (coût d'opportunité) inévitables et une économie globale déficiente. Sachez que la grande majorité des études tendent à démontrer l'efficacité du marché canadien en général.

7. LES INDIVIDUS AGISSENT DANS LEURS PROPRES INTÉRÊTS

On observe dans la réalité que les individus veulent légitimement et prioritairement réaliser leurs objectifs personnels. Or, il arrive très souvent que l'objectif des individus qui participent à l'exploitation d'une entreprise diffère légèrement, souvent même dramatiquement, de l'objectif financier de la maximisation de la richesse de l'entreprise. Ces divergences d'opinion et d'objectifs entraînent ce qu'on appelle dans les milieux financiers les *conflits d'agence*. Ces relations houleuses entre les différents agents d'une entreprise (actionnaires, gestionnaires, employés, créanciers et législateurs) entraînent des frais importants qu'on appelle les *coûts d'agence*. Ces derniers sont engagés par l'entreprise afin de rallier tout ce beau monde à son objectif. Les primes de

rémunération sous forme d'options d'achat d'actions à prix de faveur sont un exemple éloquent d'un coût d'agence.

8. LE FISC EST RAREMENT UN PARTENAIRE DE L'ENTREPRISE

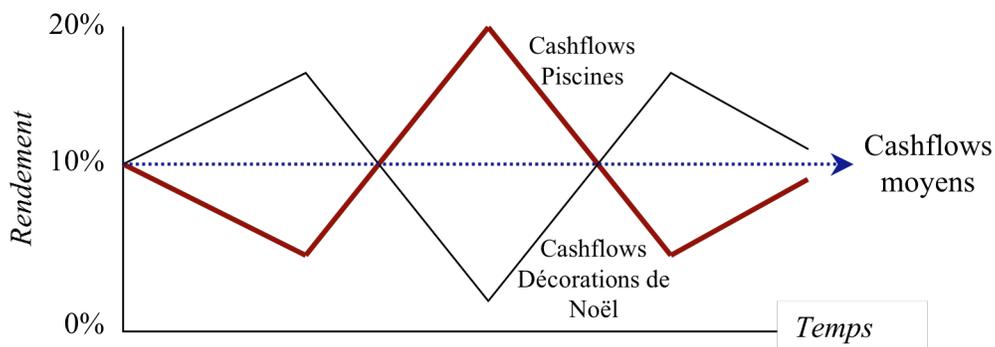
Ben Franklin (1706-1790) dit un jour : " Rien n'est certain sur cette Terre, à part la mort et les impôts". Or, les impôts sont inévitables et, surtout, ils viennent réduire les cash-flows des entreprises. Comme les cash-flows sont source de valeur économique, vous aurez certainement compris que la réduction des cash-flows qui est occasionnée par le paiement des impôts affecte négativement la valeur de l'entreprise. Puisque le fisc est un créancier incontournable et prioritaire, on peut sans doute affirmer aujourd'hui qu'il n'est pas le meilleur partenaire de l'entreprise dans la réalisation de son objectif. Au lieu de tenter par tous les moyens d'éviter les impôts, l'entreprise devrait plutôt accepter le fait que les impôts sont une sorte de coût d'agence, au même titre que les bonus versés à ses hauts dirigeants. Payer ses impôts, c'est en effet le prix pour une entreprise de contribuer au bien-être des individus qui vivent dans la même société qu'elle et qui, pour plusieurs, travaillent chez elle et lui permettent de s'enrichir. C'est également un coût d'agence en ce sens que l'objectif légitime des individus de maximiser leur bien-être personnel va à l'encontre de celui de la maximisation de la richesse de l'entreprise.

9. TOUS LES RISQUES NE SONT PAS ÉGAUX : CERTAINS SONT DIVERSIFIABLES, D'AUTRES NON

Il est possible d'éliminer certains risques par la diversification en investissant, par exemple, dans deux projets dont les cash-flows sont parfaitement anticycliques. Imaginons par exemple qu'on fasse l'acquisition d'une entreprise fabriquant des piscines et d'une autre qui fabrique des articles de décoration de Noël. La saison haute de la première est l'été, alors que celle de l'autre est l'hiver. Les cash-flows élevés de la première serviront à payer les frais de l'autre qui est en basse saison, et vice-versa. En moyenne, le niveau des cash-flows sera relativement constant, évitant ainsi les risques spécifiques de l'une et de l'autre. La diversification permet donc d'éliminer les *risques spécifiques*, c'est-à-dire ceux qui sont propres à chaque entreprise. Mais tous les risques ne sont pas éliminables. Le *risque de marché*, lui, est impossible à éliminer. Ce risque n'est pas lié à l'entreprise elle-même, mais à l'évolution de l'économie dans son ensemble, évolution que toutes les entreprises devront assumer. Pensons par exemple aux conséquences de la politique monétaire et son impact sur les taux d'intérêt, à l'inflation ou encore aux lois et règlements imposés par nos gouvernements. Vous aurez beau posséder le portefeuille le plus diversifié du monde, vous devrez quand même assumer le

risque de marché, ce sera un incontournable. On ne peut donc créer soi-même un marché parfait et dépourvu de risque. La vie est plus compliquée que cela et c'est d'ailleurs ce qui en fait la beauté et l'intérêt.

GRAPHIQUE 4 Réduire le risque spécifique par la diversification



10. PARCE QUE LES DILEMMES EN ENTREPRISE SONT INCONTOURNABLES, LE COMPORTEMENT ÉTHIQUE EST DE RIGUEUR

Le monde des affaires est une source intarissable de conflits entre les individus, les entreprises et les gouvernements. C'est un monde où l'on joue dur et où il est facile de s'emporter et de poser des gestes qui vont à l'encontre de l'éthique. L'appât du gain et/ou le désir de gravir les échelons du pouvoir sont parfois si intenses qu'il peuvent également mener à des comportements non éthiques. Mais un comportement non éthique a un effet dévastateur, celui de détruire la *confiance mutuelle* qui est essentielle en affaires. Il est surprenant et magnifique à la fois de voir que des milliers de transactions, valant des milliards de dollars, sont effectuées chaque jour uniquement sur la base de la parole des gens, sans signature et sans contrat. Une telle chose n'est possible que dans la mesure où les gens et les organisations se vouent une confiance mutuelle sans borne. Poser un geste qui briserait cette nécessaire confiance serait carrément un suicide économique.

QUESTIONS DE RÉVISION

1. Quelles sont les trois grandes décisions qui incombent au gestionnaire financier ?
2. Quel est l'objectif financier que doit poursuivre l'entreprise ?
3. Pourquoi la maximisation du *BPA* n'est pas un objectif souhaitable ?
4. Qu'est-ce qu'un coût d'agence ?
5. Expliquez le principe d'investissement ?
6. Expliquez le principe de financement ?
7. Comment les décisions de l'entreprise affectent-elles sa valeur ? (pensez à la tarte !)
8. Quel rôle le marché des capitaux joue-t-il dans la détermination de la valeur de l'entreprise ?
9. Quel rôle joue le taux d'intérêt dans l'allocation des ressources monétaires sur le marché ?
10. Qu'est-ce qu'un coût d'opportunité ?
11. Comment le taux d'inflation anticipée affecte-t-il les taux d'intérêt ?
12. Quels sont les déterminants du taux d'intérêt nominal qu'on observe sur le marché réel ? (Utilisez une équation mathématique pour le faire)
13. Quelles sont les 10 règles d'or de la finance ?
14. Pourquoi le taux de rendement des actions devrait-il être plus élevé que celui des bons du Trésor ?
15. Pourquoi un comportement éthique est-il indispensable à la bonne marche des affaires ?

