

A teal graphic consisting of a large central rectangle with two smaller rectangles stacked on top and bottom. The word "FINANCE" is written in white, bold, uppercase letters across the center of the large rectangle. Dotted lines are visible at the top and bottom edges of the large rectangle.

FINANCE

Conseiller éditorial : Xavier Durand

Création graphique de la couverture : Hokus Pokus Créations

Création graphique de la maquette intérieure : SG Création

Crédits photographiques :

couverture : MasterLu – Fotolia.com ; p. XIV : viperagg – Fotolia.com ; p. 24 : Carrefour, DR ;
p. 92 : Desjoyaux ; p. 158 : Tijana ; p. 184 : Joël BEHR – Fotolia.com ; p. 212 : emevil – Fotolia.com

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, 2014

Nouveau tirage corrigé 2017

11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff

www.dunod.com

ISBN 978-2-10-071003-4

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2^o et 3^o 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.

OPENBOOK
LICENCE / BACHELOR

FINANCE

**ÉTIENNE G. HARB, IRYNA VERYZHENKO,
ASTRID MASSET, PHILIPPE MURAT**

DUNOD

Sommaire

Avant-propos	VII
Chapitre 1 L'environnement financier	1
Partie 1 Finance d'entreprise	22
Chapitre 2 L'analyse du compte de résultat	24
Chapitre 3 Le bilan fonctionnel et le tableau de financement	54
Chapitre 4 L'analyse des flux	92
Chapitre 5 Mathématiques financières	120
Chapitre 6 Choix d'investissement	136
Chapitre 7 Choix de financement	158

Partie 2 Finance de marché	182
Chapitre 8 Les obligations	184
Chapitre 9 Les actions	212
Chapitre 10 Les produits dérivés	234
Chapitre 11 La gestion de portefeuille	256
Corrigés des exercices	278
Bibliographie	297
Lexique français-anglais	299
Lexique anglais-français	302
Index	305

Avant-propos

La finance constitue sans aucun doute l'une des fonctions incontournables de l'entreprise. Certes, la pérennité d'une organisation repose d'abord sur sa capacité à vendre, mais elle ne peut réaliser de chiffre d'affaires sans investir dans des actifs qu'il faut financer. Or, un tel financement n'est possible que si l'entreprise est en bonne santé.

De la santé financière de l'entreprise dépend la satisfaction des intérêts de l'ensemble des parties prenantes : les actionnaires, qui souhaitent obtenir un retour sur investissement à la hauteur du risque qu'ils supportent ; les dirigeants, qui sollicitent des ressources pour permettre à la société de réaliser ses investissements ; les prêteurs qui veulent récupérer les fonds (l'intérêt en plus) qu'ils ont octroyés à l'entreprise ; les salariés qui sont payés en contrepartie du travail fourni ; les fournisseurs qui attendent d'être réglés de leurs prestations ; les clients qui veulent être assurés de la pérennité de leurs approvisionnements ; l'État ou les collectivités locales qui perçoivent les impôts et qui doivent rendre des comptes sur la situation économique et sociale du pays.

C'est à partir de données comptables et extra-comptables que ces différents partenaires établissent leur diagnostic et que les dirigeants prennent leurs décisions d'investissement et de financement. Ces trois actes de gestion (analyse financière, choix d'investissement et choix de financement) relèvent de la **finance d'entreprise**, qui fait l'objet de la première partie de ce manuel.

L'entreprise interagit dans un environnement financier complexe, appelé « système financier ». Pour réaliser ses projets d'investissement ou ses placements, elle fait appel aux acteurs des marchés financiers tels que les établissements de crédit, les institutions financières, les fonds d'investissement, les investisseurs particuliers ou encore les ménages. Les instruments financiers qu'elle émet deviennent alors, pour ceux qui les acquièrent, des outils de placement ou d'investissement négociables. Leur évaluation est une préoccupation majeure de l'entreprise ainsi que de leurs détenteurs qui cherchent à en optimiser la rentabilité.

L'entreprise doit également se prémunir contre les risques auxquels elle est exposée : elle prend des positions dans des produits de couverture, dits « produits dérivés ». Ces produits constituent un autre type d'actifs financiers négociables ou échangeables sur le marché. Tout acteur sur le marché peut investir dans un ou plusieurs des actifs financiers en constituant un portefeuille. La gestion de ce portefeuille doit assurer la réduction, voire l'élimination, du risque, tout en

garantissant la rentabilité la plus élevée. Tous ces thèmes relèvent de la **finance de marché**, qui fait l'objet de la seconde partie de ce manuel.

Structure de l'ouvrage

Après une présentation générale de l'environnement financier de l'entreprise (**chapitre 1**), sont présentés dans la première partie les méthodes et les outils de l'analyse financière du compte de résultat (**chapitre 2**) et du bilan (**chapitre 3**). L'étudiant doit ainsi être capable d'interpréter correctement les états de synthèse d'une société et d'en identifier les forces et les faiblesses. La partie consacrée à l'analyse financière se clôt par une présentation du tableau des flux de trésorerie (**chapitre 4**), la trésorerie étant déterminante pour la pérennité de l'entreprise. Enfin, le **chapitre 5** est dédié aux principaux outils de mathématiques financières qu'il convient de maîtriser pour appréhender correctement la problématique des dirigeants en matière de choix d'investissement (**chapitre 6**) et de choix de financement (**chapitre 7**).

Dans la seconde partie, le lecteur découvrira les principaux instruments financiers disponibles sur les marchés financiers : les obligations (**chapitre 8**), les actions (**chapitre 9**) et les produits de couverture mobilisés pour faire face aux risques financiers : les produits dérivés (**chapitre 10**). Ces chapitres s'intéressent à l'évaluation de ces produits et à leur utilité en termes de financement et de couverture pour l'entreprise, mais aussi d'investissement pour les acquéreurs. Le **chapitre 11** présente la possibilité d'investir dans ces différents instruments en composant un portefeuille d'actifs dont on cherche à optimiser la rentabilité tout en réduisant le risque.

À l'issue de cette seconde partie, le lecteur comprend que la finance de marché doit être au service du financement de l'économie réelle, qui est sa finalité première, sous peine d'induire des dysfonctionnements.

Pédagogie

Ce manuel introduit de façon claire, simple et structurée les fondamentaux de la finance sous ses deux composantes : la *finance d'entreprise* et la *finance de marché*. Tout au long des chapitres, la présentation du cadre théorique se veut didactique et accessible, en fournissant les concepts à utiliser, des illustrations pratiques, des exemples chiffrés et des cas réels. Chaque chapitre commence par une situation introduisant concrètement les problèmes de gestion à résoudre.

Au fil du texte, l'étudiant bénéficie de conseils pour appliquer la méthodologie exigée aux examens, notamment dans la rubrique « Point méthode ». Les rubriques « Focus » et « En pratique » doivent l'aider à maîtriser les concepts théoriques principaux et à connaître leur application sur le terrain. La rubrique « Controverse » permet de nourrir le sens critique de l'étudiant en abordant les questions qui font débat.

À la fin de chaque chapitre, des QCM sont proposés pour tester rapidement ses connaissances ; des exercices corrigés et des mises en situation permettent d'acquérir la pratique des sujets abordés et d'analyser des situations réelles. Pour se familiariser avec le vocabulaire anglo-saxon utilisé dans le monde des affaires et exigé en licence et en master, les termes techniques sont traduits tout au long des chapitres et rassemblés dans un lexique en fin d'ouvrage. Des applications en anglais sont proposées pour s'exercer à utiliser ce vocabulaire. Cet ouvrage s'adresse à tous les étudiants d'école de commerce et d'université en sciences de gestion en cursus Licence ou Bachelor, qu'ils se destinent à des fonctions financières ou non. Les seuls pré-requis sont des bases en comptabilité générale, ainsi qu'en mathématiques (niveau bac ES). Ce manuel guide l'étudiant pas à pas dans l'apprentissage et le mène de manière souple et agréable aux compétences attendues par tous les référentiels académiques.

Table des matières

Avant-propos	VII
--------------------	-----

Chapitre 1 L'environnement financier	1
1 L'entreprise et son environnement financier	2
2 Le système financier	6
CONTROVERSE Les marchés financiers sont-ils assez solides pour jouer leur rôle ?	15
CONTROVERSE Conflits d'intérêts et agences de notation	19
« 3 questions à Philippe d'Arvisenet »	19
<u>Les points clés</u>	20

Partie 1 Finance d'entreprise 22

Chapitre 2 L'analyse du compte de résultat	24
1 Les enjeux de l'analyse de l'activité	26
2 L'analyse de l'activité à travers les soldes intermédiaires de gestion	28
3 La capacité d'autofinancement	40
4 Le seuil de rentabilité	43
5 Les ratios	47
<u>Les points clés</u>	49

Chapitre 3	Le bilan fonctionnel et le tableau de financement	54
1	Les enjeux et la structure du bilan fonctionnel	56
2	L'analyse du bilan fonctionnel	66
3	Le tableau de financement	76
“3 questions à Jean-Marie Lecot”	.....	85
<u>Les points clés</u>	.....	86
Chapitre 4	L'analyse des flux	92
1	Le tableau des flux de trésorerie	94
2	Les flux de trésorerie d'exploitation	98
3	Les flux de trésorerie d'investissement	104
4	Les flux de trésorerie de financement	106
5	Le tableau des flux de trésorerie : synthèse et analyse globale	108
“3 questions à Jean-Christophe Pic”	.....	113
<u>Les points clés</u>	.....	114
Chapitre 5	Mathématiques financières	120
1	La valeur temps de l'argent	122
2	Les taux d'intérêt	126
3	Les annuités	130
<u>Les points clés</u>	.....	133
Chapitre 6	Choix d'investissement	136
1	Les outils d'aide à la décision et le choix d'investissement	138
CONTROVERSE	Le conflit entre la VAN et le TRI	144

2 Investissement et risques	149
“3 questions à Guy Sakelario”	153
<u>Les points clés</u>	154

Chapitre 7 Choix de financement	158
1 L'autofinancement	160
2 Les capitaux propres	161
3 Les dettes financières	165
4 L'effet de levier	169
5 Le crédit-bail et les subventions	171
6 Le plan de financement	172
<u>Les points clés</u>	178

Partie **2** Finance de marché 182

Chapitre 8 Les obligations	184
1 L'organisation du marché obligataire	186
2 Les caractéristiques et types d'obligations	189
3 L'évaluation du prix d'une obligation	195
4 Les risques des obligations	203
CONTROVERSE Les obligations sont-elles vraiment les titres financiers les moins volatiles ?	203
“3 questions à Rémy Estran”	206
<u>Les points clés</u>	207

Chapitre 9 Les actions	212
1 L'organisation du marché des actions	214
2 L'évaluation du prix d'une action	222

3 Comment investir en actions ?	226
CONTROVERSE L'effet de l'horizon de placement	228
“3 questions à Robert Haddad”	230
<u>Les points clés</u>	231
Chapitre 10 Les produits dérivés	234
LES GRANDS AUTEURS John C. Hull	234
1 Introduction au marché des produits dérivés	236
2 Les principaux types de produits dérivés	240
3 Les risques des transactions sur dérivés	250
“3 questions à Jean-Louis Bertrand”	252
<u>Les points clés</u>	253
Chapitre 11 La gestion de portefeuille	256
LES GRANDS AUTEURS Harry Markowitz	256
1 Le rapport risque/rendement des titres financiers	258
2 L'arbitrage entre risque et rendement d'un portefeuille	260
3 Le modèle d'évaluation des actifs financiers	270
“3 questions à Julie Martos”	274
<u>Les points clés</u>	275
Corrigés des exercices	278
Bibliographie	297
Lexique français-anglais	299
Lexique anglais-français	302
Index	305

Chapitre

1



« **L** heure est grave. La France est [actuellement] confrontée à un risque de fragilisation de son économie compte tenu d'une mutation sans précédent de son système de financement. » Ces propos sont ceux de Gérard Mestrallet, président de Paris Europlace, lors d'un point presse, le 8 février 2013, divulguant les conclusions d'un rapport sur le financement des entreprises et de l'économie françaises adressé au ministre de l'Économie et des Finances. Le crédit bancaire constituerait en effet le principal mode de financement des sociétés françaises, à hauteur de 76 % pour l'ensemble des entreprises et de 90 % pour les PME. Or, en raison notamment de nouvelles réglementations auxquelles elles sont soumises, les banques pourraient réduire les

prêts consentis et le coût du crédit pourrait augmenter de 2 % à 3 %. Le recours au financement bancaire serait donc susceptible de diminuer et le financement de marché à progresser.

Pour rester compétitives et poursuivre leurs efforts en matière de recherche et développement, les entreprises ont besoin de financements : pour les PME et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), les besoins se monteraient à 20 milliards d'euros par an jusqu'en 2020. Où et comment trouver ces sommes ? Quels sont les acteurs de l'environnement financier et comment l'entreprise interagit-elle avec eux ? Quelles solutions les marchés financiers offrent-ils ?

L'environnement financier

Plan

1 L'entreprise et son environnement financier	2
2 Le système financier	6

Pré-requis

- **Avoir des connaissances** fondamentales en économie internationale.
- **Appréhender** la structure des états comptables de l'entreprise (bilan et compte de résultat).

Compétences attendues

- **Connaître** les principales composantes du système financier et son fonctionnement.
- **Comprendre** les interactions entre l'entreprise et ses partenaires financiers.
- **Appréhender** le vocabulaire technique financier fondamental.

1 L'entreprise et son environnement financier

Les relations qu'une organisation (entreprise, collectivité, association...) entretient avec les agents qui lui apportent les moyens de se financer (investisseurs et prêteurs) dépendent en partie de la nature même de cette organisation et de la forme qu'elle revêt.

1.1 Les conditions du financement de l'entreprise

Dans un système capitaliste, une entreprise investit dans des actifs (une machine, un brevet, un stock de marchandises...) pour créer de la richesse, laquelle doit permettre ensuite de rémunérer ceux qui l'ont aidée à financer ces actifs, à savoir les actionnaires et les banquiers. Or, pour attirer les financeurs, elle doit respecter trois conditions :

- **être profitable**, c'est-à-dire vendre des biens et/ou des services à une valeur supérieure aux coûts supportés pour les produire et les distribuer ; c'est à partir du compte de résultat (► chapitre 2) que la rentabilité est mesurée ;
- **être solvable**, c'est-à-dire détenir des actifs (immobilisations, actif circulant...) dont la valeur totale permet de couvrir les dettes contractées pour les acquérir ; c'est à partir du bilan (► chapitre 3) que la solvabilité est appréciée ;
- **être liquide**, c'est-à-dire disposer en permanence d'une trésorerie suffisante pour pouvoir payer ses dettes à leur échéance ; c'est à partir du tableau des flux de trésorerie (► chapitre 4) qu'est évaluée la capacité de l'entreprise à bien gérer sa trésorerie.

Si le niveau de financement de l'entreprise est conditionné par des critères de rentabilité, de solvabilité et de liquidité, le mode de financement est lié à sa forme juridique.

Plus exactement, les formes de sociétés diffèrent selon un critère essentiel : le degré de responsabilité des propriétaires vis-à-vis des dettes de l'entreprise. Deux cas se présentent : dans le premier, les propriétaires sont responsables des dettes de l'entreprise sur leurs biens propres ; dans le second, la responsabilité des dirigeants est limitée à la part qu'ils détiennent dans le capital social de l'entreprise. On retrouve, dans le premier cas, l'entreprise individuelle (EI) et la société en nom collectif (SNC) et, dans le second, la société à responsabilité limitée (SARL) et la société anonyme (SA).

Dans l'**entreprise individuelle**, l'entrepreneur est seul détenteur du capital et il ne fait qu'un avec son entreprise. Si celle-ci fait faillite, les créanciers sont en droit

de réclamer non seulement les biens utilisés pour l'exploitation de l'entreprise mais également certains biens personnels appartenant à l'entrepreneur lui-même. Ce statut confère une totale indépendance au chef d'entreprise, mais empêche le recours à des associés pour accompagner financièrement la croissance.

La **société en nom collectif**, elle, est un regroupement de personnes (appelées « associés ») exerçant une activité commune ; chaque associé est responsable de ses actes et de ceux de ses associés ; en d'autres termes, chacun est solidaire des dettes de la SNC, même s'il n'en est pas personnellement responsable.

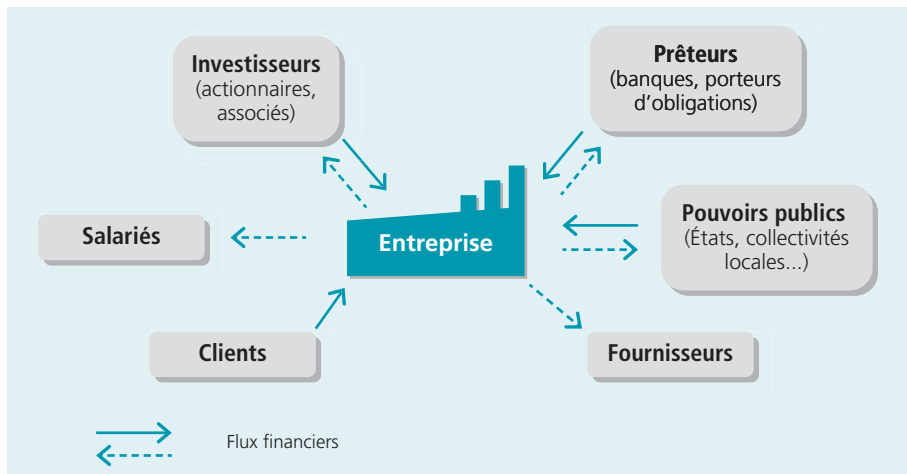
La **société à responsabilité limitée** renvoie plutôt à des sociétés de taille modeste et dont les associés, peu nombreux, s'impliquent généralement dans la gestion de l'entreprise mais ne sont responsables qu'à concurrence de leur apport.

Enfin, la **société anonyme**, dans laquelle les actionnaires (*shareholders*) peuvent être très nombreux, permet de mobiliser des capitaux pour des montants illimités et convient notamment à des entreprises qui peuvent avoir des ambitions de développement à l'international ; une grande partie de leurs actionnaires (dits petits porteurs) ne souhaite ni n'a la possibilité de véritablement participer aux décisions de l'entreprise.

Les sociétés (SA, SARL) sont plus adaptées que l'entreprise individuelle à des activités de croissance rapide : leur capital est ouvert à de nouveaux partenaires financiers.

1.2 Les partenaires de l'entreprise

L'entreprise évolue dans un environnement constitué d'agents ou d'institutions avec lesquels elle réalise des échanges financiers (► figure 1.1).



▲ Figure 1.1 Les échanges financiers de l'entreprise

- Les **investisseurs** ou apporteurs de fonds propres¹ (associés, actionnaires...) fournissent à l'entreprise les capitaux nécessaires à la réalisation de son activité ; en contrepartie du risque supporté, elle leur garantit une rémunération (augmentation de la valeur des capitaux propres et versement de dividendes).
- Les **prêteurs** (établissements de crédit, porteurs d'obligations...) mettent à sa disposition les liquidités dont elle a besoin ; en contrepartie, elle leur verse des intérêts en *sus* du capital qu'elle doit rembourser.
- Les **clients** versent à l'entreprise la contrepartie monétaire des biens et/ou des services qu'elle leur vend.
- L'entreprise verse à ses **fournisseurs** et à ses **salariés** la rémunération de leurs prestations.
- L'entreprise peut solliciter et obtenir des subventions publiques. De plus, en contrepartie des infrastructures dont elle profite, l'entreprise verse aux **pouvoirs publics** des impôts et des taxes.

1.3 La communication financière, un enjeu stratégique

Compte tenu des échanges monétaires qu'elle effectue avec ses partenaires, l'entreprise doit produire et mettre à leur disposition une information financière les renseignant sur son niveau de profitabilité et sa situation financière. De sa capacité à être transparente dépend en effet la relation de confiance qu'elle instaure avec eux. C'est pourquoi, il lui faut notamment « rendre des comptes » en publiant tous les ans ses états financiers (bilan, compte de résultat et annexes). Mais, si l'information financière d'une entreprise est en principe la même pour tous les agents susceptibles de s'y intéresser, l'exploitation qui en est faite est spécifique à chacun, en fonction de ses propres attentes.

Les **clients**, les **fournisseurs** et les **salariés** s'intéressent à la solvabilité et à la liquidité de l'entreprise ; les fournisseurs et les salariés parce qu'ils souhaitent être payés dans les temps ; les clients parce qu'ils veulent s'assurer de la pérennité de leurs approvisionnements (exemple : les constructeurs automobiles sont très soucieux de la santé financière de leurs sous-traitants).

Les **pouvoirs publics** sont également attentifs à la santé financière des entreprises qui sont implantées sur leur territoire car une entreprise en difficulté induit un risque de licenciements – et donc une contribution à la montée du chômage – et une diminution des recettes fiscales.

Les établissements de crédit et les **porteurs d'obligation** (► chapitre 8) jugent de la capacité de l'entreprise à assurer le paiement de leur rémunération (intérêts)

¹ On entend par fonds propres les apports en capital des actionnaires et les bénéfices non distribués. Ils constituent les capitaux propres figurant au passif du bilan.

et du remboursement aux échéances convenues des sommes prêtées (remboursement du « principal »). Ils se focalisent donc sur l'évaluation du risque financier pouvant conduire au défaut de paiement. Ils privilégieront certains indicateurs comme les ratios de solvabilité et/ou les ratios de liquidité (► chapitre 3).

Enfin, les attentes financières des **investisseurs** divergent en fonction de la catégorie de laquelle ils relèvent : celle des actionnaires-entrepreneurs, celle des apporteurs de fonds providentiels (*business angels*), celle des fonds d'investissement (*investment funds*) ou celle des intermédiaires qui interviennent directement sur les marchés.

1.4 Les attentes des investisseurs en matière d'information financière

Les actionnaires/entrepreneurs. Sont concernés ici l'entrepreneur individuel, les associés (SARL) et les actionnaires (SA) de très petites entreprises (TPE) et d'entreprises de taille intermédiaire (ETI), les entreprises familiales détentrices de la majorité du capital, qui participent directement à la gestion et au développement. Ils privilégient la croissance et la pérennité de l'entreprise en réinvestissant l'essentiel des bénéfices réalisés et s'endettent peu. Ils veillent à conserver le contrôle de l'entreprise en maîtrisant son développement. Ils exploitent principalement des indicateurs tirés du compte de résultat (par exemple, le poids des charges de personnel ou des charges financières, ► chapitre 2) et la mesure de la rentabilité des capitaux investis dans l'entreprise (en d'autres termes, la « richesse » que permettent de créer les actifs dans lesquels la société a investi, ► chapitre 3).

Les investisseurs providentiels ou *business angels*. Il s'agit le plus souvent d'entrepreneurs ayant réussi et qui choisissent d'investir de l'argent et du temps dans des entreprises en création (*start-up*), lesquelles ne peuvent pas toujours compter sur les banques traditionnelles, le risque étant trop important (l'entreprise dispose en effet de peu d'actifs sur lesquels la banque peut se garantir). Dans cette catégorie, les investisseurs providentiels ne recherchent pas le versement de dividendes : ils ont comme objectif principal de revendre leurs titres dans les 5 à 7 ans qui suivent pour réaliser une plus-value. Ce qu'ils cherchent à estimer est donc la capacité de la jeune entreprise à s'imposer sur un marché en devenir et à dégager une profitabilité dans un futur plus ou moins proche. Ils s'assurent que l'entreprise dispose de la trésorerie dont elle a besoin pour y parvenir et qu'elle l'utilise à bon escient. Ces financeurs, auxquels est fait un état régulier des résultats, n'exercent pas une pression démesurée sur l'entreprise ; ils privilégient plutôt la mise en place d'un dispositif d'accompagnement des créateurs (conseils, etc.). Dans ce contexte, l'aspect humain est considéré comme essentiel.

S'inscrivent dans cette logique des financeurs privés mais aussi publics comme Bpifrance (Banque publique d'investissement).

Il arrive que de grands groupes, comme Apple, annoncent subitement des versements de dividendes afin d'attirer des fonds d'investissements dans leur capital.

Les fonds d'investissement (*investment funds*). La plupart de ces fonds cherchent à percevoir des dividendes. Mais, parmi eux, certains visent aussi le dégagement de plus-values *via* la cession des titres dans lesquels ils avaient investi : ils s'intéressent alors de près à la valorisation des capitaux propres.

Ces fonds interviennent généralement assez peu dans la gestion de l'entreprise au quotidien, mais ils exigent un *reporting* (par exemple sur l'état de la trésorerie) à une fréquence régulière (mensuelle ou trimestrielle).

Les investisseurs sur les marchés financiers (*investors in financial markets*). Les investisseurs sur les marchés financiers (entreprises, banques, sociétés financières...) cherchent essentiellement à rentabiliser leurs placements. L'entreprise constitue principalement un objet spéculatif dont l'utilité pour eux cesse dès lors que celle-ci n'offre plus vraiment de perspectives de revenus dans le futur. Dans ce contexte, le métier et le fonctionnement de l'entreprise – perçue comme une boîte noire – importent assez peu. Il ne s'agit pas tant d'accompagner un projet industriel et de miser sur un homme clé ou sur la croissance que de « faire des coups » pour obtenir du cash. Pour évaluer les perspectives de rentabilité, les intervenants directs utilisent des modèles mathématiques. Les particuliers, eux, qui ne peuvent intervenir directement, peuvent néanmoins investir sur les marchés en passant par des intermédiaires financiers (*financial intermediaries*), leur banque, par exemple. La finalité poursuivie est la même : il s'agit de faire fructifier ses placements, de spéculer en profitant des opportunités des marchés.

2 Le système financier

2.1 Les composantes et les fonctions du système financier

Pour comprendre l'organisation des échanges entre les agents économiques qui éprouvent un besoin global de financement (les entreprises ou les administrations publiques, par exemple) et les agents qui dégagent une capacité globale de financement (les ménages, par exemple), il convient de comprendre ce qu'est le **système financier** qui régit et réglemente ces interactions. Que regroupe donc ce système et à quoi sert-il ?

Définition

Le **système financier** englobe les intermédiaires financiers, les marchés et l'ensemble des institutions et des mécanismes institutionnels (réglementations, systèmes de compensation, régime de change, etc.) qui rendent possibles l'existence et le bon déroulement des échanges financiers à travers le monde.

On attribue généralement au système financier une finalité première – celle de l'allocation efficace des ressources – finalité assurée par 6 grandes fonctions jugées stables dans le temps et dans l'espace (Bodie et Merton, 2011) :

1. **Fournir et gérer un système de paiement et de compensation** : le système financier fournit un dispositif de paiement efficace pour faciliter l'échange des biens, des services et des actifs *via* la mise en circulation d'instruments de paiement, la convertibilité des monnaies, la gestion des moyens de paiements (c'est le rôle clé des banques) et les systèmes de compensation interbancaires.
2. **Collecter de l'épargne pour financer des investissements de grande taille** : le système financier offre des mécanismes permettant de collecter l'épargne des ménages pour en faire des ressources en capital utilisables par les entreprises pour se développer. Ce sont les banques, les intermédiaires financiers et les marchés qui remplissent cette fonction de mise en commun des fonds des investisseurs.
3. **Transférer les ressources économiques à travers l'espace et le temps** : le système financier permet le transfert des ressources économiques à travers le monde (mobilité internationale des capitaux), entre les agents économiques et dans le temps.
4. **Offrir des instruments de gestion des risques financiers** : outre des fonds, le système financier transfère aussi des risques (exemples : un contrat d'assurance transfère le risque sur la compagnie d'assurance ; les actionnaires et les créanciers supportent le risque de faillite de l'entreprise dans laquelle ils ont investi ; tous les produits dérivés sont des instruments de transfert des risques d'un agent à un autre).
5. **Produire des informations qui facilitent la prise de décision économique et financière** : le système financier produit de l'information dont les agents ont besoin pour prendre leurs décisions : prix des actifs financiers, taux d'intérêt, taux de change, informations livrées par les banques et les agences de notation, etc.
6. **Proposer des solutions pour réduire l'asymétrie d'information et les conflits d'agence** : le système financier donne les moyens de réduire l'**asymétrie d'information** relative, par exemple, à la solvabilité de l'emprunteur et à l'usage qu'il fait des fonds prêtés *via* différents outils tels que les prises de participation, les contrats de prêt incitatifs, le cautionnement, etc. ; il cherche

aussi à limiter les **conflits d'agence**¹ entre les actionnaires et les dirigeants au travers de dispositifs comme les rémunérations indexées sur la performance de l'entreprise (stocks options).

FOCUS

L'asymétrie d'information

On parle d'**asymétrie de l'information** lorsqu'au cours d'un échange ou d'un contrat, l'une des parties prenantes dispose d'informations pertinentes que l'autre n'a pas. Elle renvoie à l'idée selon laquelle une même information ne peut être accessible à tous les acteurs et, de surcroît, perçue de la même manière par tous les agents. Par exemple, et selon la **théorie du signal**, du fait de leur position privilégiée dans l'entreprise, les dirigeants d'une société ont accès à des informations que n'ont pas les propriétaires, ce qui conduit les dirigeants à envoyer des signaux à ces mêmes actionnaires et au marché.

Aujourd'hui, le système financier dans son ensemble est éminemment complexe : en effet, la mondialisation des échanges économiques nécessite en continu la création de structures, d'outils et de règles adaptés à la gestion de flux de capitaux toujours plus importants. Pour pouvoir l'appréhender correctement, il convient par conséquent d'en étudier les trois principales composantes : les **marchés financiers** (lieux d'échanges), ses **acteurs** (intermédiaires et différentes institutions) et ses **mécanismes de régulation**.

2.2 Les marchés financiers

Mais qu'entend-on exactement par marché financier ? À quoi sert un marché financier ? Quelles en sont les principales caractéristiques ?

Définition

Le **marché financier** (*financial market*) est un lieu virtuel (la Bourse) sur lequel sont émis et échangés des titres ou des produits financiers (actions, obligations ou encore produits dérivés). C'est sur le marché financier que sont déterminés les cours, (autrement dit, les prix) des produits financiers. On retrouve ici le fonctionnement « normal » de tout marché, lieu d'échange où sont confrontées une offre et une demande en fonction d'un prix : si la demande du produit financier augmente, son prix augmente ; si la demande du produit financier baisse, son prix baisse.

¹ Mis en évidence par la théorie de l'agence, les conflits d'agence correspondent à des divergences potentielles d'intérêts entre le principal représenté par le propriétaire de l'entreprise (l'actionnaire) et l'agent mandaté par le principal pour agir au sein d'une unité économique (le dirigeant). Cf. Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976.

2.2.1 Le rôle du marché financier

Le marché financier est géographiquement localisé sur des places financières (Bourse de Paris, Bourse de New York, Bourse de Tokyo, etc.). Dans le langage courant, le marché financier est utilisé pour désigner l'ensemble des marchés de capitaux, c'est-à-dire le marché financier au sens strict, ainsi que le marché monétaire¹ et le marché des changes².

Par principe, le marché financier est ouvert à tous les acteurs économiques. Les agents qui ont une **capacité de financement** – les ménages, par exemple – cherchent à acheter des titres afin de faire fructifier leur épargne. À l'inverse, les agents qui ont un **besoin de financement** – les entreprises ou l'État, par exemple – cherchent à vendre des titres pour obtenir des financements.

La « rencontre » entre les apporteurs de fonds et les emprunteurs de fonds peut se faire de **gré à gré** (entre deux agents), de manière **intermédiée** (financement indirect par le système bancaire) ou directement **sur les marchés** (émission de titres dits primaires, c'est-à-dire offerts et souscrits directement sur des marchés primaires par les agents à capacité de financement, en contrepartie d'apports de monnaie).

Les principaux intervenants sur les marchés financiers sont les **investisseurs institutionnels** – c'est-à-dire les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension (qui gèrent les retraites des particuliers) ou encore les fonds d'investissement (*hedge funds*) sans oublier les entreprises de marché, sociétés qui organisent le fonctionnement des marchés financiers (système de cotation, sécurité, gestion et paiements).

L'entreprise qui gère le marché financier français est Euronext Paris SA qui fait partie du groupe NYSE-Euronext.

Le rôle principal des marchés financiers consiste donc à :

- faire coïncider l'offre et la demande de capitaux ;
- promouvoir la liquidité (capacité et rapidité avec lesquelles il est possible d'acheter ou de vendre un actif sur un marché) ;
- augmenter la transparence de l'information (► Focus : L'efficacité des marchés financiers (*market efficiency*)) ;
- réduire les coûts de transaction³ tout en permettant une négociation des titres au plus près de leur « juste valeur ».

¹ Marché sur lequel s'échangent des titres à court ou à très court terme contre des liquidités. Il s'oppose au marché financier qui concerne les titres à moyen ou à long terme comme les actions et les obligations.

² Marché sur lequel s'échangent des devises.

³ Un coût de transaction est un coût occasionné par un échange économique, une transaction sur le marché (en théorie, ce coût n'existe pas selon le modèle de la concurrence pure et parfaite). Il peut être direct (commission de Bourse) ou indirect (coût de prospection, temps et effort passés à la négociation et à la vérification de la transaction, etc.).

FOCUS

L'efficacité des marchés financiers (*market efficiency*)

Selon Fama (1970), le marché financier est efficace si les prix des instruments intègrent très vite toute information parvenant au marché. Les acteurs qui achètent et vendent les titres assimilent tout de suite les informations susceptibles d'affecter la détermination des prix. Il n'y a donc pas d'opportunité de réaliser un rendement supplémentaire sur un actif pour la simple raison qu'il est plus risqué parce que l'information a déjà été intégrée. Les évolutions ultérieures des prix ne seront liées qu'aux arrivées d'informations radicalement nouvelles et inattendues.

Il existe plusieurs degrés d'efficacité :

- l'efficacité est faible si seule l'information contenue dans les prix historiques est complètement reflétée par les prix des actifs ;
- l'efficacité est semi-forte si toutes les informations publiques sont complètement reflétées par les prix des actifs sur le marché ;
- l'efficacité est forte si toutes les informations disponibles, publiques mais aussi privées (donc confidentielles) sont prises en compte par les prix des instruments financiers sur le marché.

EN PRATIQUE

La transformation du marché financier

En 1986, le marché financier se modernise considérablement. Les transformations opérées sont marquées par :

- la **déréglementation** (les barrières qui entravent la liberté des opérations financières internationales sont supprimées) ;
- la **dématérialisation** (les titres abandonnent leur forme papier et la cotation informatique est mise en place) ;
- le **décloisonnement** (est créé un seul marché unique des capitaux qui regroupe alors le marché financier, le marché des changes et le marché monétaire).

Une telle modernisation s'est traduite par un fort développement des marchés : les entreprises ont recours de manière plus systématique aux marchés financiers pour obtenir des capitaux ; les ménages sont incités par les banquiers à placer leur épargne sur les marchés financiers ; les banques elles-mêmes se restructurent et développent leurs activités de marché en qualité d'investisseurs et non plus seulement en qualité de simples intermédiaires ; d'où l'émergence de nouveaux produits financiers toujours plus complexes.

2.2.2 Les instruments financiers

Si les principes de base de fonctionnement des marchés financiers sont relativement simples, l'ingéniosité des experts financiers a donc permis au fil des années