

FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE
CTB-66386

Professeur : Lilian Iluta

5246, pavillon Palasis-Prince
Téléphone : 656-2131, poste 11366
lilian.iluta@fsa.ulaval.ca

Secrétaire :

Ghislaine Laurendeau

5247, pavillon Palasis-Prince
Téléphone : 656-2131, poste 7572
ghislaine.laurendeau@fsa.ulaval.ca

.....
CE PLAN DE COURS N'EST VALIDE QUE POUR LA SESSION COURANTE. LES VOLUMES, NOTES DE COURS ET DATES PEUVENT ÊTRE MODIFIÉS POUR LA PROCHAINE SESSION. EN CE QUI CONCERNE L'ABSENCE AUX EXAMENS VOUS TROUVEREZ LA POLITIQUE DE L'ÉCOLE À L'ADRESSE WEB SUIVANTE :

<http://www.fsa.ulaval.ca/html/absencesauxexamens.html>

.....
DANS LE CADRE DE CE COURS, TOUTE COMMUNICATION DOIT SE FAIRE EN UTILISANT L'ADRESSE NORMALISÉE DE L'UNIVERSITÉ LAVAL <@ulaval.ca>. CETTE ADRESSE CONSTITUE ÉGALEMENT LE MOYEN DE COMMUNICATION OFFICIEL DE L'ENSEIGNANT VERS L'ÉTUDIANT. L'ÉTUDIANT EST DONC RESPONSABLE DE VÉRIFIER RÉGULIÈREMENT LES COURRIERS REÇUS À SON ADRESSE <@ulaval.ca>.

.....

1. OBJECTIFS GÉNÉRAUX DU COURS

Le principal objectif de ce cours consiste à développer chez l'étudiant sa capacité à comprendre et à analyser les principales décisions relativement à la finance d'entreprise : décisions d'investissement, décisions de financement et celles liées à la politique de dividende.

Par ailleurs, le cours vise à préparer les étudiants à l'examen de *Finance 2 (FN2)* de CGA-Canada, ainsi qu'aux cours plus avancés du *Microprogramme en évaluation*. Il couvre tous les sujets du cours *Finance 2 (FN2)* et la majorité des sujets du cours de *Corporate Finance*, qui fait partie du programme du *Canadian Institute of Certified Business Valuators*.

2. COURS PRÉALABLES

Aucun préalable n'est exigé pour suivre ce cours. Toutefois, des connaissances de base en comptabilité et en finance sont requises. Les notions qui font partie de la formation de base dans ces deux domaines sont considérées acquises. Il s'agit, entre autres, des sujets suivants : mathématiques financières, ratios financiers, modèles de bases de choix des investissements, caractéristiques des options financières. Les étudiants qui ne se sentent pas certains de leurs bases sont invités à visiter le site de l'activité des révisions des notions de base intitulé : « Notions de base en comptabilité et finance », auquel ils peuvent accéder à partir du site de ce cours.

3. APPROCHE PÉDAGOGIQUE

Pour atteindre les objectifs, le cours sera donné en effectuant des exposés magistraux et en réalisant des exercices et analyses de cas en classe au fur et à mesure de la présentation de la matière. Certains exercices et cas nécessiteront le développement et l'utilisation d'outils informatiques simples (chiffrier Excel). L'activité sur le forum est d'ailleurs recommandée et fera l'objet de l'évaluation.

L'utilisation de l'ordinateur est requise.

4. DÉROULEMENT DU COURS : CALENDRIER DES ACTIVITÉS

PARTIE 1 : INTRODUCTION À LA FINANCE D'ENTREPRISE

Séance 1 – Introduction à la finance d'entreprise, objectif et coûts de délégation

Au cours de cette rencontre, après une brève présentation du plan du cours, nous réviserons et définirons un certain nombre de concepts et de principes utilisés dans les autres parties du cours. Les étudiants devront, entre autres, être en mesure de distinguer et décrire les principes, l'objectif et les outils de la finance d'entreprise, d'expliquer les conflits d'intérêts qui pourraient exister entre les acteurs concernés et d'identifier les solutions, de maîtriser les principes de base des mathématiques financières.

Problématiques abordées dans le cours :

- Déroulement du cours et organisation
 - Principes de la finance d'entreprise :
 - Principe d'investissement : taux minimal requis, taux de rendement des projets
 - Principe de financement : le « mix » de financement
 - Principe des dividendes : distribution vs. rétention des bénéfices
 - Objectif de la finance d'entreprise :
 - Maximiser la valeur de l'entreprise, la richesse des actionnaires ou le prix de l'action?
 - Maximisation du prix de l'action et coûts de délégation :
 - Les objectifs et les interactions entre les acteurs concernés : actionnaires, créanciers, gestionnaires
 - L'objectif de la finance d'entreprise et l'efficacité des marchés
 - Le rôle « social » de l'entreprise
 - Réduire les conflits d'intérêts : quelques solutions
 - Le rôle du marché financier :
 - Efficacité de marché et sélection de projets
 - Limites de la finance d'entreprise
- Lectures, exercices et quiz:
- Chapitres 1, 2 et 3, Damodaran
 - Leçon 1 « Notions de base », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Chapitres 3 et 4 du Damodaran, révision de l'ensemble des notions de base. Pour la révision des notions de base, les étudiants sont invités à visiter le site du cours « Notions de base en comptabilité et finance », auquel ils peuvent accéder à partir du site de ce cours.
- Geoffrey Colvin, « Stop Whining About Wall Street », Fortune Magazine, February 2, 1998. (<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch02a.html>)
- Greg Ip, “Bull Market Charges Ahead, Led by Activist Shareholders”, The Wall Street Journal (<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch02b.html>)
- Charles V. Bagli, “The Civilized Hostile Takeover: New Breed of Wolf at Corporate Door”, New York Times, March 19, 1997 (<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch02c.html>)

Site du cours : Séance 1

Séance 2 – Notion de risque

Cette séance de travail est dédiée aux fondements de l'analyse du risque dans la finance d'entreprise. L'accent sera mis sur la présentation de différents modèles d'évaluation du risque et leur utilité pratique. Nous réaliserons une estimation du risque à partir de données réelles et étudierons l'utilisation d'un simulateur pour dériver des états financiers prévisionnels. Nous ferons également une introduction au sujet de la planification financière, sujet qui sera détaillé dans les séances suivantes.

Problématiques abordées dans le cours :

- Définition du risque
- Risque des fonds propres (*equity risk*) :
 - Définition et mesure
 - Optimisation du risque :
 - Risque diversifiable vs. risque non-diversifiable
 - Analyse statistique de l'effet de la diversification
 - Modèles de calcul du risque de marché :
 - Le modèle classique de mesure du risque de marché : *Capital Asset Pricing Mode (CAPM)*
 - Les modèles alternatifs : APT, modèle à plusieurs facteurs, modèle de Fama et French
 - Analyse comparative des modèles
- Risque d'insolvabilité (*default risk*) :

- Déterminants et caractéristiques distinctives
 - Modèles d'évaluation du risque d'insolvabilité : les notations
- Estimation du risque à partir de données réelles et simulées
- Notions de planification financière :
- Description, étapes, atouts stratégiques de la planification
 - Prévision des facteurs micro- et macro-économiques :
- Méthodes de référence, difficultés, limites
- La simulation des états financiers à l'aide d'un outil informatique

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitre 6, Damodaran
- Leçon 2 « La gestion des investissements en contexte d'incertitude », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 10 « La gestion des investissements en contexte d'incertitude », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Morningstar, "Operating Risk"
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch06a.html>)
- Morningstar, "Risk and Time Horizon"
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch06b.html>)
- Karen Hube, "Investors Must Recall Risk, Investing's Four-Letter Word", The Wall Street Journal, January 23, 1998
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch06c.html>)
- C. Carpentier, J-M. Suret, M. Levasseur, « Coût du capital », Document de travail, 2004.
- Michael Annin, « Fama-French and Small Company Cost of Equity Calculations », Ibbotson Associates,
http://www.ibbotson.com/content/kc_published_research_search.asp?catalog=Article&category=Cost%20of%20Capital&prodID=ARTC41220026

Exercice et cas : **Activité sur le forum** – analyse et utilisation d'un simulateur d'états financiers. Cas « Mediford ».

Site du cours : Séance 2

Séance 3 – Évaluation du taux de rendement minimal

Cette séance sera consacrée à l'analyse des méthodes de calcul du coût des fonds propres des entreprises et des projets. Une attention particulière sera accordée à l'estimation des variables-clé utilisées dans les modèles d'estimation du coût du capital : taux sans risque, prime de risque

et bêta. Nous nuancerons également les erreurs communes faites lors du calcul du coût du capital; les étudiants sont invités à consulter les notes de cours en préalable.

Problématiques abordées dans le cours:

- Utilité du taux de rendement minimal
- Estimation du coût des fonds propres - les variables-clé :
 - Taux sans risque : horizon temporel, risque de pays (*sovereign risk*), choix de devise et inflation.
 - Prime de risque :
 - Estimation de la prime de risque : prime historique vs. prime implicite.
 - Moyenne arithmétique ou moyenne géométrique?
 - La prime de risque et le risque du pays.
 - Bêta :
 - Estimation des bêtas : bêtas historiques, bêtas fondamentaux (*bottom-up betas*), bêtas comptables.
 - Problèmes liés au calcul des bêtas : horizon temporel, intervalle du rendement (*return interval*) et indice de marché.
- Estimation du coût de la dette : taux d'intérêt, risque d'insolvabilité et avantages fiscaux
- Estimation du coût du capital : pratiques utilisées par les entreprises
- Erreurs fréquentes dans le calcul du coût du capital : taux promis, taux réalisé, taux moyen
- Taux de rendement minimal des entreprises vs taux minimal des projets :
 - Coût des fonds propres des projets :
 - Sources de risque et diversification
 - Estimation du coût des fonds propres : bêtas fondamentaux et bêtas comptables
 - Coût de la dette des projets
 - Ajustement aux risques du projet : taux d'escompte vs. cash flows
- Erreurs communes dans l'évaluation du risque du projet

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitres 7 et 8, Damodaran
- Leçon 2 « La gestion des investissements en contexte d'incertitude », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Notes de cours « Calcul du coût du capital » (accessibles à partir du site du cours)
- Why risk is no longer a four-letter word
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch07a.html>)
- E.S. Browning, “Classic Rule of Risk Premium Is Under Attack From Bulls”, The Wall Street Journal, (<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch07b.html>)
- “Alan Greenspan’s Views on Risk Premiums: Humphrey-Hawkins Testimony”, Humphrey-Hawkins Testimony, February 26, 1997
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch07c.html>)

Site du cours : Séance 3

PARTIE 2 : LA DÉCISION D’INVESTISSEMENT

Séance 4 – Notions avancées en choix des investissements

La séance sera dédiée à l’analyse du processus de choix d’investissement dans des conditions complexes. Il s’agit notamment des projets réalisés à l’étranger, dans des conditions inflationnistes et ayant des effets indirects sur d’autres projets. Nous aborderons également la problématique des options réelles ou implicites dans le processus de sélection des projets. Nous conclurons par présenter les différentes techniques de couverture de risque avec une emphase sur les instruments financiers.

Problématiques abordées dans le cours:

- La mesure des flux monétaires
- Calcul des flux monétaires en situations complexes :
 - L’inflation et l’analyse des projets :
 - Inflation anticipée vs. inflation non-anticipée
 - Intégration de l’inflation dans le processus de sélection des projets
 - Analyse des projets réalisés sur des marchés étrangers
 - Estimation du taux d’escompte : risques spécifiques et primes de risque
 - Estimation des flux monétaires : monnaie locale vs. devise étrangère
 - Couverture du risque des projets étrangers : est-elle nécessaire?
- Le choix d’investissement et l’interaction entre les projets :
 - Les projets mutuellement exclusifs :
 - Projets avec durée de vie similaire : VAN, flux monétaires différentiels

- Projets avec durée de vie différente : réplication de projet et annuités équivalentes
- Rationalisation des capitaux (*capital rationing*) :
 - Raisons et sources de la rationalisation des capitaux
 - Sélection des projets : indice de profitabilité, taux de rendement minimal
- Les coûts indirects : coûts d'opportunité et « cannibalisation » des produits
- Le cas spécial des regroupements d'entreprises :
 - Typologie, motivation, effets
 - Financement des regroupements - acquisition par emprunt (APE)
- Les options implicites et l'analyse des projets :
 - Option de report, option d'expansion, option d'abandon
- Gestion des risques des projets à l'aide d'instruments financiers :
 - Contrats à terme normalisés et de gré à gré – caractéristiques, couverture
 - Utilisation des swaps et des options comme instruments de couverture

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitres 11 et 12, Damodaran
- Lesson I & II, *Corporate Finance*, CIBV et York University
- Leçon 1 « Notions de base », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 6 « Moyens de financement particuliers et décisions d'investissement », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 8 « Contrats à terme normalisés et contrats à terme de gré à gré », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 9 « Options et swaps », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires : Chapitre 10 du Damodaran et sections correspondantes dans le site de notions de base

Exercices et cas : **Activité sur le forum** – Analyse de la qualité du CAPM comme modèle d'estimation des rendements attendus. Étude critique des articles présentés sur le site.

Site du cours : Séance 4

Séance 5 – Investissement en fonds de roulement et gestion de trésorerie

Lors de cette séance nous analyserons les effets de la politique de fonds de roulement et de ses éléments sur la valeur de l'entreprise et sur les décisions d'investissement. Nous étudierons également les différents choix en matière de gestion de trésorerie et gestion de risques spécifiques, y compris dans un contexte international.

Problématiques abordées dans le cours:

- Le fonds de roulement et l'analyse des projets :
 - Évaluation des besoins de fonds de roulement
 - La politique de fonds de roulement :
 - Effets, niveau optimal
- La structure du fonds de roulement
 - La politique des stocks :
 - Facteurs déterminants du niveau des stocks
 - Estimation du niveau optimal des stocks : *Economic Order Quantity*, moyenne de l'industrie ...
 - La politique des comptes clients et des comptes fournisseurs :
 - Coûts et bénéfices, niveau optimal
- Établissement des budgets de trésorerie :
 - Étapes et prévisions
 - Exemple : sources d'écart entre les rentrées et les sorties de fonds.
- Investissements en liquidités et titres liquides (*marketable securities*) :
 - Flux de trésorerie d'exploitation (*operating cash*) :
 - Facteurs déterminants du niveau des liquidités
 - Gestion de trésorerie et niveau optimal des liquidités
 - Titres liquides :
 - Les choix classiques : bons du Trésor, billets de trésorerie, contrats « repo »
 - Effet sur la valeur de l'entreprise
 - Titres risqués :
 - Raisons d'investissement en titres risqués : rendements supérieurs, investissements stratégiques ...
 - Effets sur la valeur de l'entreprise
- Gestion de risque de trésorerie :
 - Typologie : risque de taux d'intérêt, risque de change, risque de prix des marchandises
 - Méthodes de gestion du risque :
 - Micro vs macro approche
 - Approches générales
 - Gestion du risque dans un contexte international :
 - Risques spécifiques
 - Gestion du risque à l'aide d'instruments de financement et financiers spécifiques :

- Exemple de stratégie de couverture avec des contrats à terme
- L'utilisation des options comme couverture du risque de taux d'intérêt - exemple

Lectures, exercices et quiz :

- Chapitres 13 et 14, Damodaran
- Leçon 7 « Gestion de risque de trésorerie », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 8 « Contrats à terme normalisés et contrats à terme de gré à gré », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 9 « Options et swaps », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 10 « La gestion des investissements en contexte d'incertitude », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Site du cours : Séance 5

PARTIE 3 : LA DÉCISION DE FINANCEMENT

Séance 6 – Instruments et processus de financement

Cette séance sera consacrée à l'étude des différentes options de financement dont disposent les entreprises et qui peuvent être classifiées en deux grandes catégories : fonds propres et dette. Les choix de financement seront analysés à travers les différentes phases du cycle de vie des entreprises, qui est souvent le facteur déterminant du choix des instruments de financement. Nous passerons également en revue les principales étapes du processus de financement des entreprises privées et publiques.

Problématiques abordées dans le cours :

- Instruments de financement :

- Financement par fonds propres :
 - Options de financement des entreprises privées : apports des propriétaires, capital-risque (*venture capital*) et placement privé (*private equity*)
 - Options de financement des entreprises publiques : émission d'actions, warrants et droits de vente (*contingent value rights*)
- Financement par dette :
 - L'option de financement classique : emprunt bancaire
 - Les obligations : choix de maturité, type de paiement, catégorie de titres
 - Le crédit-bail : types, caractéristiques,

- Les avantages et les limites de la location vs. le financement par emprunt; la méthode de l'emprunt équivalent.
- Titres hybrides :
 - Obligations convertibles : caractéristiques spécifiques
 - Actions préférentielles : dette ou fonds propres?
- Choix de financement et cycle de vie de l'entreprise :
 - Instruments de financement caractéristiques aux différentes étapes du cycle
 - Choix de financement dans la pratique
- Le processus d'obtention de capitaux :
 - Les entreprises privées : des « anges » aux émissions initiales d'actions
 - Les entreprises publiques : émissions subséquentes vs. placements privés

Lectures, exercices et quiz :

- Chapitres 16 et 17, Damodaran
- Lesson I & II, *Corporate Finance*, CIBV et York University
- Leçon 3 « Sources de fonds à long terme », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 6 « Moyens de financement particuliers et décisions d'investissement », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Kim, M. Et Ritter J., « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics* 53, 409-437.

Site du cours : Séance 6

Séance 7 – Structure du capital : dette vs fonds propres (partie 1)

Au cours de cette rencontre nous aborderons la problématique du « mix » de financement : quels sont les facteurs qui déterminent la structure du capital d'une entreprise? Après une présentation des coûts et des avantages du financement par dette, nous analyserons l'effet de différents facteurs sur la structure du « mix » de financement. Une attention particulière sera accordée au théorème de Modigliani-Miller.

Problématiques abordées dans le cours :

- Avantages et coûts de la dette :
 - Les avantages de la dette :
 - L'impact fiscal de la dette : les économies d'impôt et l'endettement des entreprises
 - La discipline de la dette : l'effet sur le comportement des dirigeants
 - Les coûts de financement par dette :

- Coûts de faillite (*bankruptcy cost*): définition, coûts directs et indirects, effets sur la structure de capital
 - Coûts de délégation : actionnaires vs. prêteurs, effets sur la structure de capital
 - Perte de flexibilité
- Le « mix » de financement :
- La structure de capital et la non-pertinence de la dette
 - L'endettement dans un environnement sans impôts : le théorème de Modigliani-Miller
 - L'endettement dans un environnement avec impôts : non-pertinence de la dette
 - Le choix de la structure de capital dans la pratique :
 - Le «mix» de financement et le cycle de vie des entreprises
 - Le choix du «mix» de financement : comparables et hiérarchie de financement

Lectures, exercices et quiz :

- Chapitre 18, Damodaran
- Leçon 4 « Structure du capital », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Cécile Carpentier, « La recherche et la finance d'entreprise : des théories peu pratiques », Document de travail, juin 2000, 21 p.
- Ruben D. Cohen, « An implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on the Relation between Equity and Debt », Working paper, June 2001, 5 p.
- Ruben D. Cohen, « An Analytical Process for Generating the WACC Curve and Locating the Optimal Capital Structure », Working paper, June/July 2001, 19 p.

Site du cours : Séance 7

Séance 8 – Structure du capital optimale (partie 2)

Cette séance sera consacrée à l'analyse des méthodes d'estimation de la structure optimale du capital et des politiques de financement à utiliser pour l'atteindre. Nous ferons une analyse comparative des différentes méthodes. Une présentation détaillée des politiques et instruments financiers à utiliser pour atteindre le niveau optimal d'endettement sera effectuée dans une deuxième partie de la séance.

Problématiques abordées dans le cours :

- Estimation de la structure financière optimale :

- Méthode du bénéfice d'exploitation : caractéristiques et limites
- Méthode du coût du capital :
 - Estimation du coût du capital minimal : itérations, simulations
 - Méthode du coût du capital sous contraintes : contrainte de notation minimale, analyse de sensibilité, bénéfice d'exploitation normalisé
 - Méthode du coût du capital appliqué aux entreprises privées
- Méthode de l'écart de rendement : caractéristiques et limites
- Méthode de la valeur actuelle ajustée : avantages et limites
- Analyse comparative : comparaison avec la moyenne de l'industrie

- Choix du «mix» de financement :

- Modification du ratio d'endettement : facteurs déterminants
- Instruments pour la nouvelle structure de capital :
 - Recapitalisation
 - Désinvestissements
 - Nouveaux investissements
 - Nouvelle politique de dividendes

- Choisir les bons instruments de financement :

- Alignement des actifs aux passifs (*matching assets with liabilities*) : maturité, taux d'intérêt, devise ...
- L'effet fiscal
- Les opinions des agences de notation, des analystes et des autorités de supervision
- Les effets de l'asymétrie d'information
- Financement long terme vs financement court terme :
 - Compromis risque–rendement
 - Différentes approches : opération de couverture et gestion de risque

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitres 19 et 20, Damodaran
- Leçon 4 « Structure du capital », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada
- Leçon 10 « La gestion des investissements en contexte d'incertitude », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires :

- Graham, John R. et Campbell R. Harvey. *The theory and practice of corporate finance : Evidence from the field*. Document de travail. 1999. 27 p.
- Suzanne McGee and Greg Ip, "Buybacks Aren't Always A Good Sign for Investors", The Wall Street Journal, July 7, 1997
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch20a.html>)
- Marc Hochstein and Ross A. Snel, "El Nino Buys Catastrophe Bonds As Hurricane Season Ends", Dow Jones Newswires NEW YORK, December 1, 1997
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch20b.html>)
- David Wessel, Darren McDermott and Greg Ip, "Indonesian Currency's Plunge Was Fed by Local Borrowing", The Wall Street Journal
(<http://www.wiley.com/college/fin/damodaran283320/add/ch20c.html>)

Site du cours : Séance 8

Semaine de lecture

Examen intra

Aucune documentation n'est permise.

La politique de l'École de comptabilité ne permet pas d'avancer ni de retarder la date de l'examen pour un ou des étudiants. Les dates qui seront annoncées devront donc être strictement respectées. Seules des raisons médicales, attestées par un certificat, permettent le report de l'examen à la session suivante.

Site du cours : travaux.

PARTIE 4: DÉCISION DE DIVIDENDE ET VALEUR

Séance 10 – Politique de dividende (partie 1)

Au cours de cette séance nous traiterons la première partie de la problématique liée à la politique de dividende. Nous analyserons notamment les étapes et les caractéristiques du processus de distribution des dividendes et ferons une introduction à l'analyse de la politique de dividende de l'entreprise. Nous passerons également en revue les principales théories expliquant les choix des entreprises dans le domaine de la distribution des dividendes.

Problématiques abordées dans le cours:

- Politique de dividende :

- Politique de dividende : les principales caractéristiques
 - Le processus de distribution des dividendes
 - Mesures de la politique de dividende : rendement des dividendes, taux de distribution
 - Résultats empiriques : effets des bénéfices, du cycle de vie, des attentes du marché
- Théories sur la politique de dividende :
 - La théorie du « dividende non-pertinent » (*Dividend Irrelevance School*) : hypothèses, conclusions
 - La théorie « les dividendes sont mauvais » (*The « Dividends Are Bad » School*) : l'effet des impôts sur la politique de dividende
 - La théorie « les dividendes sont bons » (*The « Dividends Are Good » School*) : effet clientèle, signal d'information, modification du «mix» de financement
 - Résultats empiriques

- Analyse de la politique de dividende :

- Le rachat d'actions : effets, résultats empiriques
- Analyse de la politique de dividende par la méthode des flux monétaires : *Free Cash Flows to Equity*, taux de distribution et politique de dividende

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitres 21 et 22, Damodaran

- Leçon 5 « La politique de dividendes », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Exercices et cas : **Activité sur le forum** – analyse de politique de dividende. Cas « Canam Manac ».

Site du cours : Séance 10

Séance 11 – Politique de dividende, rachats d'actions et valeur (partie 2).

Cette séance sera dédiée à la présentation de la deuxième partie reliée à l'analyse de la politique de dividende. Nous étudierons plus en détail les alternatives dont disposent les entreprises pour faire des versements aux actionnaires, les réactions du marché face aux différentes techniques utilisées et les conclusions des études empiriques.

Problématiques abordées dans le cours:

- Analyse de la politique de dividende :
 - Analyse de la politique de dividende par la méthode des comparables : concurrents/ secteur.
 - Réaction du marché aux modifications de la politique de dividende
- Moyens alternatifs de verser de l'argent aux actionnaires :
 - Rachat d'actions :
 - Principales causes des rachats d'actions
 - Études empiriques : la réaction du marché
 - Dividendes ou rachats d'actions?
 - Techniques qui affectent le nombre d'actions en circulation
 - Fractionnement d'actions (*stock splits*) et dividendes en actions : causes et résultats empiriques
 - Techniques qui affectent les droits de propriété sur les actifs
 - Désinvestissements : causes et réaction du marché
 - Scission-distribution (*Spinoffs*), scission-échange (*Splitoffs*) et scission-dissolution (*Splitups*)
 - *Equity Carve-Outs*
 - Actions reflet (*Tracking Stocks*)
 - Analyse comparative des alternatives

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitres 22 et 23, Damodaran
- Leçon 5 « La politique de dividendes », Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Lectures complémentaires : Brav, Alon et al. *Payout policy in the 21st century*. Document de travail. 2003. 40 p.

Site du cours : Séance 11

Séance 12 – Évaluation : les bases

La séance sera consacrée à l'étude des principaux modèles d'évaluation d'entreprises. Outre les deux principales catégories de modèles utilisés dans la pratique – DCF et multiples – nous ferons une introduction aux modèles plus avancés des options réelles et basés sur la création de valeur. Nous réaliserons une application pratique des modèles classiques à l'aide du chiffrier utilisé précédemment.

La séance peut être vue comme une introduction aux cours plus avancés du *Microprogramme en évaluation*.

Problématiques abordées dans le cours:

- Vers un schéma général
- Modèles basés sur les flux monétaires – principes :
 - Flux monétaires générés par l'entreprise (*Free Cash Flows to Firm*) :
 - Estimation et prévision des bénéfices d'exploitation, taux d'impôt, besoins de réinvestissement
 - Croissance attendue et taux de rendement exigé
 - Horizon temporel et valeur terminale
 - Autres éléments : liquidité, options d'actions, conventions des actionnaires ...
- Modèles basés sur les comparables et les multiples :
 - Multiples de bénéfices, multiples de revenu, autres multiples
 - Déterminants des multiples
 - Choix des comparables
 - Limites des modèles des multiples
- Introduction aux modèles basés sur la notion de création de valeur : EVA vs. EBO
- Le modèle des options réelles : peut-on l'employer? Principes, possibilités et limites.
- Réconciliation des méthodes de flux et des comparables:
 - Principes et illustration
 - Modèle Houlihan
- Illustration au moyen du chiffrier

Lectures, exercices et quiz:

- Chapitre 24, Damodaran
- Greg N. Robin and Jason M. Malak, "Valuation of Early-Stage Technology Companies", Houlihan Valuation Advisors http://www.houlihan.com/research/valuation_of_early-stage_tech_companies.pdf

Lectures complémentaires :

- Chapitre 25, Damodaran, « Economic Value Added »
- Carpentier C. et J-M. Suret, *L'évaluation des sociétés fermées : Théories et pratiques*, Gestion, Automne 2000, disponible sous forme de document de travail à : <http://www.fsa.ulaval.ca/dept/ecolectb/recherche/default.asp>
- Damodaran, A., « The Dark Side of Valuation : Firms with no Earnings, no History and no Comparable », SSRN Work Paper, 2000.
- Fernandez, P., « Company Valuation Methods : The Most Common Errors in Valuations », SSRN Working Paper, 2002.
- Velez-Pareja, Ignacio and Tham, Joseph, « Do the RIM, EVA and DCF Really Match ? », June 27, 2003, Working Paper No. 25, <http://ssrn.com/abstract=37940>

Site du cours : Séance 10

PARTIE 5: FINANCEMENT DE LA PME

Séance 13 – Financement des PME : aspects conceptuels

Au cours de cette séance nous étudierons les principaux aspects de la problématique des relations d'agence et de l'asymétrie informationnelle, appliquée aux PME. Nous passerons en revue, entre autres, les sources de conflits, les coûts générés et les mécanismes de contrôle.

Problématiques abordées dans le cours:

- Problèmes liés à l'information et incitatifs :
 - Relations actionnaires – gestionnaires :
 - Sources de conflit d'intérêts
 - Coûts : dépenses de contrôle, de limitation et pertes résiduelles
 - Mécanismes de contrôle : système de compensation et dette
 - Relations actionnaires – créanciers :
 - Sources de conflit : investissements dans des projets risqués, sous investissement, distribution des dividendes
 - Mécanismes de contrôle : clauses contractuelles, émission d'actifs spécifiques

- Relation entre les phénomènes associés aux problèmes d'information et les contrats financiers
- Application aux sociétés fermées
- Théorie d'agence et *Static Tradeoff Theory*
- Notion d'asymétrie informationnelle (*knowledge gap*) et signaux :
 - L'impact sur le financement
 - Peut on réduire l'asymétrie : les formes de contrat
- Coûts de faillite
- Modèle pratique de prise de décision

Lectures:

Suret, J.-M. « Les relations d'agence dans l'entreprise et leurs conséquences » Document de travail. 2002. 11 p.

Lectures complémentaires :

Berger, Allen N. and Bonaccorsi di Patti, Emilia, "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry" (January 2003). FEDS Working Paper No. 2002-54. <http://ssrn.com/abstract=361280>

Site du cours : Séance 12

Séance 14 – Financement des PME : aspects pratiques

La dernière séance sera dédiée à l'analyse des techniques de financement par fonds propres externes visant spécifiquement les PME : le capital-risque. Nous étudierons les principales caractéristiques, étapes et limites du financement par le capital-risque. Une alternative et une source complémentaire de financement sont les programmes publics d'aide au démarrage : nous passerons en revue les principales initiatives canadiennes dans ce domaine en comparaison avec quelques initiatives étrangères. En conclusion nous aborderons la problématique des conventions d'actionnaires - outil indispensable dans le processus de financement par capital-risque.

Problématiques abordées dans le cours:

- Étapes du financement de démarrage :
 - Pré-démarrage et démarrage : vue d'ensemble
 - Le pré-démarrage : élaboration des concepts et des produits
 - Le développement dans le cadre universitaire et/ou l'entreprise

- Les raisons de la rareté du financement de démarrage
- Les risques du démarrage, taux requis lors du démarrage
- Les limites du financement personnel
- L'investissement direct
 - L'investissement direct (les anges) : Modes d'intervention et de sélection des projets
 - Les spin-off
 - Les autres entreprises (ententes de commercialisation ou de fourniture)
 - L'implication de certaines sociétés de capital de risque dans le démarrage
- Financement par capital-risque :
 - Le capital-risque :
 - Fonctionnement et nature
 - Critères de sélection, exigences
 - Le processus de sortie
 - Vue d'ensemble du financement des premiers stades de la croissance
- Programmes d'aide aux PME :
 - Les principaux programmes gouvernementaux de financement :
 - Canadian Science and Technology Growth Fund <http://www.cstgf.com/>
 - Scientific Research and Experimental Development (SR&ED) <http://www.rc.gc.ca/sred/>
 - L'intervention via les fonds spécialisés : les fonds de travailleurs, les Innovatech...
 - Expériences internationales : SBICs et FCPI
 - Conventions d'actionnaires
 - Vues d'ensemble, types de clauses
 - La convention comme outil de réduction du risque

Lectures:

- Fenn G.W., N. Liang et S.D. Prowse, The Economics of the Private Equity Market. Economic Review. Third Quarter. 1998. pp. 21-34. Disponible en ligne à : <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf>
- Morrison & Comp, "Valuation of a Minority Stock Interest : Role of the Shareholders' Agreement": http://www.morrisoncpa.com/ARTICLES/VALUATION_MINORITYSTOCK.doc
- Suret J-M., Carpentier C., « Le financement des PME et l'intervention de l'État », Document de travail, 2004

5. LES MÉTHODES D'ÉVALUATION

L'évaluation sera effectuée sur la base suivante :

Examen intra	40%
Examen final	40%
Quiz	14%
Activité sur le forum	6%
Total	100%

L'examen intra, d'une durée de trois heures, porte sur les sujets étudiés dans les séances 1 à 8 inclusivement. L'examen final, d'une durée de trois heures, porte sur les sujets étudiés dans les séances 10 à 14. Les deux examens comptent pour 80 % de la note finale.

Aucune documentation n'est permise à l'examen.

La politique de l'École de comptabilité ne permet pas d'avancer ni de retarder la date de l'examen pour un ou des étudiants. Les dates qui seront annoncées devront donc être strictement respectées. Seules des raisons médicales, attestées par un certificat, permettent le report de l'examen à la session suivante.

Les quiz sont majoritairement en anglais. Ils porteront sur toutes les séances : les sept meilleurs résultats (soit 2 % de la note finale par séance) seront pris en compte lors de l'évaluation finale. Les étudiants sont en conséquence encouragés de faire les quiz pour chaque séance. Les quiz sont en ligne, sur WebCT, et devront être préparés avant les séances respectives.

L'activité sur le forum comprend des discussions sur trois sujets proposés par le professeur. Les étudiants devront analyser et discuter les sujets proposés durant la semaine de la séance respective.

6. RÉFÉRENCES PRINCIPALES UTILISÉES DANS LE COURS

- Le plan de cours : c'est le document que vous avez actuellement en main. C'est la feuille de route du cours. Vous devez vous y référer pour vous situer dans la progression du cours.
- Le volume de base : Damodaran, A., *Corporate Finance : Theory and Practice*, 2nd édition, John Wiley & Sons, Inc., 2001, ISBN 0-471-28332-0.
- Notes de cours Finance 2 (FN2), CGA-Canada

Autres références :

- Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F., *Fundamental of Financial Management, Concise 3rd Edition*, Hartcourt College Publishers, 2002, ISBN 0-03-032101-8.
- Le matériel complémentaire est disponible sur WebCt à l'adresse : <http://www.webct.ulaval.ca/> et peut être accessible via l'intranet.