

Fiche 1	La valeur des titres financiers
	<ul style="list-style-type: none"> I. La valeur, un phénomène de marché II. Le risque III. Les stratégies face au risque

Mots clés

Valeur de marché, prix, risque, prime de risque, taux de rentabilité, aversion au risque, *trade-off*.

Le thème central traite d'une préoccupation majeure: celle de l'origine de la valeur attribuée aux actifs. À terme, il s'agit de procéder au choix des investissements.

Ce thème traverse l'ensemble de la discipline financière et est indissociable de l'existence d'un marché. L'analyse de la valeur met en œuvre des concepts et des outils souvent complexes. Pour cette raison, il est souhaitable de commencer par présenter, en plusieurs volets, les grands principes fondamentaux et généraux d'évaluation d'un actif financier.

I. La valeur, un phénomène de marché

Pour guider les agents dans leurs choix, le marché présente l'avantage de fournir un cadre de référence de premier plan. Aux conditions qu'il édicte, la valeur de marché est celle que donne l'ensemble des participants par confrontation entre une offre et une demande. Si la valeur est une expression du marché, celle-ci est une construction collective. Dans ce qui suit, l'analyse des choix économiques est volontairement simplifiée.

A. Le marché: un gisement d'alternatives

Face à un projet donné, l'agent recherche une autre solution en guise d'alternative (la voie susceptible de rendre le même service ou d'offrir un usage similaire) pour établir des comparaisons. C'est cette alternative qui confère, ou au contraire retire, de la valeur au projet examiné selon qu'il offre une solution meilleure ou au contraire inférieure.

L'alternative idéale se trouve sur le marché dont la vocation est de les rassembler en grand nombre.

Par conséquent, si l'on considère l'aspect plus global des choses, les ressources doivent pouvoir circuler d'une alternative à une autre. Pour satisfaire cette condition, cela implique que ces mêmes ressources aient de la valeur en dehors de leur emploi actuel.

À cette fin, les valeurs doivent être connues. L'une des missions essentielles du marché est de déterminer la valeur des actifs qui y circulent. Cette fonction s'exerce pleinement si elle est complétée de deux autres conditions. L'interconnexion doit être la plus large possible. En ce sens, une structure ouverte offre de gros avantages par rapport à une structure fermée. Dans l'idéal, les choix s'effectuent dans un gisement complet, composé de titres en très grand nombre. Mais pour autant, et c'est le second aspect, le choix des agents n'est pas confronté à l'ensemble du marché. La question est de déterminer le lieu de comparaison et de définir précisément sur quel segment cible se positionner et quels sont ceux dont on va se désintéresser.

B. Le rôle des transactions

L'essence du marché est l'échange. Pour parvenir à réaliser des choix entre actifs et les modifier au gré des circonstances, il faut passer par une transaction. Cette opération de base nécessite la présence d'un autre agent, appelé contrepartie, motivée par des choix différents et, en termes financiers, la disposition d'une liquidité suffisante.

Le marché est animé par un mécanisme de recherche de l'équilibre qui s'exerce par le prix. Le principe de base est que tout actif doit être détenu. Quel que soit le marché, il y a une place pour tout bien en fonction de son degré d'attraction. Ce n'est en définitive qu'une question de prix et celui-ci s'établit au niveau où il est jugé équitable.

C. Le prix : une valeur actuelle de flux risqués

Certains actifs peuvent se révéler plus intéressants que d'autres, sans indiquer pour le moment d'où peut venir cette qualité. Le mécanisme de formation des prix peut être présenté de manière plus détaillée.

Le prix observé pour un actif dépend de plusieurs facteurs, à savoir les revenus futurs auxquels il est possible de prétendre et le risque qui les accompagnent. Comme l'avenir n'est pas certain, l'investisseur ne dispose que de prévisions et l'état de risque est donc naturel. On ne préoccupera pas pour l'instant des origines du risque, ni des attitudes qu'il suscite.

Il en ressort une liaison fondamentale indiquant que le prix d'un actif est une fonction du risque associé à ses revenus futurs, lequel est élevé au rang de critère commun d'évaluation.

L'intérêt supplémentaire de la démarche est de graduer le risque sur une échelle. Une telle différenciation est fondamentale: le risque est plus ou moins élevé et s'étalonne sur des niveaux à l'égard desquels les individus manifestent plus ou moins de tolérance. Les projets ont des taux de risque différents exprimés en classes. Il est donc courant de constituer des segments entre lesquels les agents se déplacent moyennant compensation.

II. Le risque

Le marché est le lieu préférentiel de comparaison de la performance d'un actif aux autres alternatives, mais à la condition d'appartenir à la même famille. Pour garantir l'efficacité des comparaisons, le raisonnement n'a de sens qu'à l'intérieur de classes de risque homogènes.

A. La segmentation du risque

On distinguera d'abord deux situations extrêmes, selon qu'il y a ou qu'il n'y a pas de risque attaché aux revenus futurs. Le premier cas sera abondamment étudié par la suite.

1. Un point d'origine sans risque

Le propos commence par un paradoxe: l'existence d'un point remarquable de risque zéro. C'est une proposition majeure en finance que d'identifier un point réputé sans risque, sachant qu'il procure malgré tout un revenu positif. On parle de taux de rentabilité sans risque (RF ou *risk free*) pour indiquer que les revenus de cet actif particulier sont assurés quel que soit le sens des événements. Un tel produit suscite quelques commentaires.

Le premier constat est que le taux sans risque servi, en quelque sorte, à un actif garanti est faible. Fournir un revenu sûr ne peut se faire que si le taux de rentabilité est réduit d'une prime d'assurance. Pour rentabiliser un tel placement, il ne faut compter que sur la valeur-temps de l'argent (accepter d'attendre) et sur l'importance du capital placé (mais il peut être contingenté). Tout ceci verrouille les capacités du montage à produire de la richesse.

Le second constat est que la faiblesse du taux sans risque permet de le retenir comme référence de taux minimum du marché. On admet ainsi qu'il y a place, dans toute situation, pour une exigence minimale de rentabilité. Pour s'en écarter, il faut compter sur d'autres moyens aptes à apporter quelque chose en plus: c'est

la prise de risque. Celle-ci indique que si l'on veut de hautes performances, il faut accepter concomitamment les moins bonnes, sans possibilité de les refuser.

En conclusion, le taux sans risque est le point de départ de toute évaluation. L'échelle du risque a un point zéro pour origine. Ensuite, la logique semble s'imposer naturellement: il suffit d'une règle de correspondance entre le risque et la prime qui vient en complément, sans indiquer pour le moment comment s'établit cette échelle.

2. La prise de risque

La présence du risque est nécessaire pour pouvoir prétendre à des placements plus lucratifs. Le calcul de l'investisseur est simple: s'il opte pour des revenus plus élevés, il renonce à des flux assurés (service qui se paye de leur relative faiblesse), tout en acceptant le désagrément de leur baisse (le prix d'une certaine variabilité).

L'essence du risque est la volatilité. Elle délimite un espace de variations dans lequel s'inscrivent les flux futurs. Les investisseurs reconnaissent qu'ils peuvent évoluer dans deux directions opposées: l'une favorable et l'autre défavorable, mais se décident avec l'espoir que les flux s'orientent uniquement dans le sens qui leur est propice. Pour cela, il faut des actifs dont les résultats sont contingents, c'est-à-dire variables à la hausse et inévitablement aussi à la baisse.

En présence d'un risque positif, on dispose de deux modes d'expression de son rôle.

B. La compensation du risque par le prix

Comme on l'a vu, l'évaluation des actifs s'effectue selon un mécanisme externe à la firme, car l'objectif du placement de capitaux dans une opportunité donnée est de faire mieux que sur le marché choisi comme référence.

Le risque en est la variable-clé. Plus il est élevé, plus les investisseurs éprouveront des réticences à investir sauf si, comme on va le voir, la compensation fournie en fonction des perspectives de revenu est jugée satisfaisante.

Ce phénomène de portée générale s'exprime par deux règles qui énoncent de manière concordante que le risque est un facteur de dévalorisation du prix et d'exigence accrue de rentabilité. On dispose ainsi d'un mécanisme d'ajustement du prix où le risque se mesure par un taux majoré d'une prime variable. Selon le degré d'incertitude qui dévalorise plus ou moins l'investissement, le taux d'actualisation sera plus ou moins élevé.

Le système ainsi décrit est soumis à une condition d'efficacité: en principe, rien ne doit échapper au calcul effectué par la méthode d'évaluation financière. Il n'y a pas, en particulier, de « cadeau gratuit » réalisable sur la plus petite parcelle de risque. Le principe de base est que l'on paye les actifs avec justesse.

1. La liaison entre le prix d'un actif et le risque

L'investisseur est sensible au profil de ses revenus futurs. Il en rend compte par le prix qu'il accepte de payer. L'idée de base est que, si les flux à venir d'un actif sont incertains, on ne consentira pas à payer le même prix pour l'acquérir que s'ils avaient été certains: il vaut moins. On peut même avancer qu'il vaudra d'autant moins qu'il est plus risqué. Le prix est lié au risque selon une relation négative et prédictive.

La préoccupation de l'investisseur est donc d'ajuster au mieux le prix qu'il est disposé à verser à ce qu'il espère percevoir.

Le risque est un facteur de moindre prix. En conséquence, il n'est pas, en soi, une source de perte mais plutôt de compensation.

2. Les différentes notions de taux de rentabilité

La relation précédente entre le risque et le prix peut, à son tour, être déclinée en termes de taux. Par application du principe d'actualisation, le prix n'est rien d'autre qu'une valeur actuelle de flux à venir escompté à un taux qui en mesure le risque.

Le prix est certes la statistique centrale des échanges mais, par souci de commodité et pour faciliter la communication, il est d'usage de travailler sur des taux même si la transposition est délicate. On ne peut ignorer, en effet, que la notion de taux est complexe au point de revêtir plusieurs significations.

Cette remarque conduit aussi à introduire une nuance entre actif physique et actif financier.

Si l'on considère un actif physique (un investissement) dont le coût initial est connu, il est possible de déterminer le taux de rentabilité réalisé (*realized rate of return*) à partir de la série des revenus dégagés. Ce taux est propre à chaque projet.

Pour mieux cerner la question, il convient de remarquer dès à présent que l'évaluation est souvent conduite directement sur un actif financier (supposé unique et indéterminé pour l'instant), parce qu'il est au passif du bilan l'image de l'actif physique et parce que sa valeur dépend des performances réalisées.

Or, les investisseurs ont accès au marché où ils disposent d'une large palette de placements financiers. Comme ils forment des prévisions sur un investissement en projet, ils s'intéressent au taux de rentabilité du placement alternatif et de même risque qu'il pourrait obtenir sur le marché. C'est le taux de rentabilité exigé (« *required rate of return* »). On peut le présenter comme le minimum qu'un agent doit obtenir pour accepter de réaliser un investissement, ou comme un coût d'opportunité qui indique ce à quoi il est renoncé. C'est le marché qui lui donne cette référence.

3. Le prix d'un actif financier est fonction du taux du marché

Il y a deux notions de valeur pour un même actif. Cette dualité est en apparence troublante.

L'une des deux notions est comptable et correspond au coût d'achat des investissements. L'autre est financière et découle d'un processus d'actualisation des flux de liquidités futurs. Cette méthode est importante car elle apporte des informations supplémentaires sur les performances attendues. En effet, travailler sur les valeurs futures est l'application d'un principe de bon sens selon lequel un actif vaut ce qu'il rapportera à l'avenir. Ce n'est donc pas la valeur d'achat qui compte en soi, mais sa comparaison avec une série de flux attendus. La valeur financière fait office d'inconnue et demande des éclaircissements.

On rappelle que l'échelle du risque entraîne des exigences différentes de rentabilité selon les placements. Pour connaître le taux qui convient au projet envisagé, on regardera sur le marché celui que l'on pourrait obtenir pour le même risque sur les solutions alternatives.

Disposant du taux de marché et de l'estimation des flux futurs de l'actif, on en déduit sa valeur actuelle, telle qu'elle ressort de la tarification du marché. C'est sa valeur de marché.

L'étape suivante consiste à estimer la performance de l'actif physique par la comparaison entre sa valeur de marché (« *market value* ») et son prix d'achat (« *book value* »), qui est une donnée. Finalement, l'opération est intéressante si la valeur de marché est supérieure à la valeur comptable, ce qui indique que le taux de rentabilité réalisé par l'actif est supérieur au taux de marché exigé pour le risque. En un mot, la valeur actuelle nette (VAN) de l'actif physique est positive (des calculs détaillés sont réalisés plus loin).

Cette question comporte une autre face, car le mécanisme n'est pas encore parvenu à son terme si l'on considère que le titre financier correspondant est confronté à la réalité des transactions. En termes de marché, si les résultats d'un actif physique sont attrayants, il suscitera, sur l'autre versant, une demande excédentaire du titre financier, provoquant ainsi une augmentation de sa valeur marchande. Le prix s'accroît. En d'autres termes, si le prix monte, le rendement de la transaction est de plus en plus bas, puisque l'on paye de plus en plus cher pour avoir des revenus donnés.

Les principes généraux qui régissent les liaisons entre le risque, le prix et le taux sont maintenant connus. Il reste à savoir comment les agents parviennent à personnaliser leur position, avant de poursuivre par la question de la mesure du risque.

Chaque individu a la possibilité de définir sa politique de gestion du risque, ce qui suppose connu les comportements, au moins génériques, que l'on adopte à son égard.

III. Les stratégies face au risque

L'état de risque inspire auprès des agents des attitudes et des comportements supposés généraux. L'hypothèse la plus largement admise est celle de l'aversion (*risk adverse*). Mais elle est à nuancer selon les individus, ce qui présente l'avantage d'introduire un facteur de variation. Il reste à considérer les modes de gestion de cette préférence. Toutefois, l'analyse doit tenir compte du fait que le risque est indispensable, comme facteur de création de richesse.

L'ajustement au risque fournit la réponse à la réunion de ces deux éléments en apparence contradictoires. Il opère toujours dans un cadre collectif, c'est-à-dire sous la condition d'un marché concurrentiel.

Les travaux théoriques ont, pour leur part, mis en évidence le cadre et le mécanisme d'ajustement. La gestion du risque s'obtient par l'association d'actifs au sein de portefeuilles, une unité de raisonnement faute de laquelle les acteurs seraient fort démunis de moyens d'action.

À ce niveau, on découvre deux résultats pratiques intéressants : le risque est accepté, mais il a un prix (la liaison est énoncée par le principe du *trade-off*) et la quantification du risque est possible par l'usage d'un facteur unique (le modèle de marché fournit l'argumentaire).

A. La réduction du risque

Le risque occupe une position centrale dès lors que l'on se projette dans l'avenir et parce qu'il inspire un comportement général : les individus essayent de le réduire. Cette attitude est fondamentale car elle indique la direction dans laquelle s'engagent les efforts.

Il convient tout d'abord de s'attarder sur le sens à donner au terme de réduction. On peut chercher à réduire le risque le plus possible vers zéro. L'absence totale de risque n'est pas un état naturel, mais on sait qu'une aversion extrême à son égard conduit à rechercher des moyens propres à l'annuler, ce que permet l'acquisition d'un actif sans risque. Dans une autre optique, on cherche à réduire le risque autant que possible, pour un résultat donné. C'est le principe, bien plus intéressant, de la recherche de l'efficience.

L'intérêt de ce dernier cadre est de retenir l'idée selon laquelle certains acceptent de prendre du risque car il est indispensable pour accroître la richesse. Mais accepter plus de risque n'empêche pas de le réduire si on en a la possibilité. Par suite, la stratégie décrite n'est pas celle de l'élimination du risque, mais de sa rémunération adéquate : préférer moins de risque à plus de risque pour un résultat donné. En d'autres termes, on ne prend pas de risque inutile s'il y a moyen de l'éviter pour le même résultat. Il s'agit d'une stratégie d'ajustement de la rémunération.

Si la stratégie générale est identifiable assez clairement, elle peut être atteinte par des moyens variés. Pour simplifier la présentation, on posera que la gestion du risque s'appuie sur un double levier : la recherche de la nouveauté au travers des investissements en actifs d'exploitation ; la recherche des instruments financiers qui sont de nature à moduler le risque autant que possible, sinon à en obtenir la rémunération adéquate.

1. L'exposition au risque d'exploitation par le choix des investissements

La question permanente est de savoir comment procéder pour dégager de la valeur. Il y a certainement de multiples réponses, mais toutes établissent un lien avec la prise de risque, elle-même étroitement associée à la notion de nouveauté. La conclusion est qu'il est nécessaire de prendre des risques dans une activité (ex. par l'innovation) pour créer de la valeur.

Pour autant, si le moteur de la richesse est l'investissement, il ne peut pas être n'importe lequel. Dans cette distinction délicate, c'est encore le marché qui sert de référence. Or, celui-ci ne repère et ne récompense que les activités véritablement valorisables et reconnues comme telles. Cette sélection élimine beaucoup de projets de rentabilité normale, qui peuvent être certes prenants, mais n'en demeurent pas moins sans possibilité de reconnaissance financière particulière, parce que de performance conforme au niveau exigé. Tout est question de supériorité, d'inédit et d'originalité.

Pour gérer le risque, on dispose de montages financiers dont l'objet est d'ajuster le risque qui se trouve à la base de toute opération d'exploitation.

2. La modulation du risque par le choix des financements

Placer le financement au côté des investissements fournit une vue d'ensemble de la prise de décision et permet de démontrer l'absence de séparation entre ces deux aspects. Le fait de raisonner sur le bilan dans sa globalité et de l'analyser par les valeurs financières (cf. *supra*) apporte l'expression visuelle des liaisons entre un actif et un passif.

On y trouve aussi d'autres avantages. En effet, comme les actifs investis sont à l'origine du risque et de la valeur, le financement apporté à l'entreprise n'a lui-même de valeur qu'au travers de l'actif qu'il permet de mettre en œuvre. Les ressources financières se valorisent au risque des investissements.

La prise en compte du financement, comme estimateur de l'intérêt des projets, se justifie aussi pour d'autres raisons. L'une d'elles a trait à sa visibilité : les investisseurs préfèrent orienter leurs observations vers les éléments du passif, auxquels ils donnent les vertus d'évaluateur, plutôt que vers les actifs physiques, nombreux et souvent mal connus de l'extérieur.

Si la valeur arrive par l'actif, elle se transmet intégralement aux titres financiers. Associer plusieurs catégories de capitaux ne change pas fondamentalement