

## Chapitre 2

### LE COUT DES FINANCEMENTS PROPRES TRADITIONNELS

Dans les développements précédents concernant les obligations et emprunts bancaires nous avons fait exclusivement référence à la notion de coût *explicite* d'une source de financement, évalué sur la base des débours financiers (intérêts, remboursement du capital, frais de divers ordres...) associés directement ou indirectement à l'emprunt concerné<sup>1</sup>, coût explicite mesuré par ailleurs, dans le cas du TAB et d'un emprunt in fine, par le taux  $r$  tel que :

$$K_0 = \sum_{t=1}^T \frac{F_t}{(1+r)^t} + \frac{R_T}{(1+r)^T}$$

avec:

- $K_0$  l'encaissement initial
- $T$  la durée d'utilisation des fonds obtenus
- $F_t$  les charges annuelles de rémunération de l'emprunt au cours de l'année  $t$
- $R_T$  le remboursement de l'acquisition initiale de fonds en  $T$
- $r$  le coût explicite de la source de financement envisagée

La question qui mérite d'être posée est : est-il envisageable d'évaluer le coût d'une source de financement propre par son coût explicite ?

#### Section 1 Coût explicite ou coût d'opportunité d'une source de fonds propres ?

La thèse défendue ici est qu'il est *toujours possible* de mesurer le coût explicite d'une source de financement propre (moyennant certaines précautions), mais qu'il est *bien préférable*, dans le cadre de l'évaluation du coût du capital d'une société donnée, d'utiliser plutôt la notion de *coût d'opportunité de cette source de financement propre*.

a) *quelques précautions à prendre dans l'évaluation du coût explicite d'une source de fonds propres.*

Pour illustrer ces précautions nécessaires envisageons le cas de l'évaluation du coût explicite de l'autofinancement, telle que proposée par J.T.S.Portefield<sup>2</sup>.

$$K_0 = (0/(1+c)^1 + (0/(1+c)^2 + \dots + (0/(1+c)^T$$

expression qui, selon Portefield, n'a de solution que pour  $c = -1$ , l'entraînant à attribuer à l'autofinancement un coût explicite de -100%.

<sup>1</sup> en somme tous les flux associés à l'emprunt sortant de la poche de l'emprunteur d'où la référence américaine à la notion équivalente d'out of pocket cost'. Notons que pour évaluer ce coût nous n'avons à aucun moment intégré les conséquences financières de l'emprunt nouveau (pouvant par exemple entraîner une dégradation de la structure financière et ultérieurement un taux d'intérêt plus élevé pour les prochains emprunts: l'imputation de ces suppléments de charges financières futures aurait pu conduire à ajouter au coût explicite un coût imputé (imputed cost).

<sup>2</sup> J.T.S.Portefield Investment Decisions and Capital Costs, Foundations of Finance Series, Prentice-Hall, 1965, pp.44-63

Une telle solution suppose toutefois deux hypothèses, dont l'une est reconnue et l'autre pas. L'hypothèse reconnue est que les fonds retenus n'ont pas à être remboursés, entraînant dans l'équation retenue l'absence de  $R_T / (1+c)^T$ ; l'hypothèse non-reconnue est l'hypothèse, que l'on fait implicitement dans le modèle, que les fonds d'autofinancement puissent être totalement gaspillés : tout se passe comme si, après avoir retenu 100, l'on s'autorisait à en faire n'importe quel usage, y compris un mauvais usage au point de voir disparaître le capital au terme de quelques années (d'où un coût explicite de -100% qui correspond à cette dilapidation du capital).

Comment éviter un tel résultat ? Tout simplement en intégrant lors du calcul du coût explicite de l'autofinancement le principe d'une conservation du capital à sa valeur d'origine. Ceci équivaut à introduire dans la formule de Portefield un terme additionnel garantissant que le capital  $K_0$  levé en  $t_0$  devrait toujours être potentiellement remboursable, même s'il ne l'est pas en fait, à chaque instant de la période d'horizon.

Si on applique ce principe de conservation du capital au coût explicite de l'autofinancement, par exemple pour un capital d'origine de 100 et une durée de 20 ans, il vient alors:

$$100 = (0/1+r) + 0/(1+r)^2 + 0/(1+r)^3 + \dots + 100/(1+r)^{20}$$

conduisant alors à un coût explicite de  $r=0\%$ , pourcentage qui correspond bien à l'image de ressource gratuite de l'autofinancement qu'ont à l'esprit certains chefs d'entreprise.

Ce qui vient d'être dit pour l'autofinancement vaut également pour l'augmentation de capital en numéraire: comme les fonds d'autofinancement le montant prélevé sur le marché lors d'une augmentation de capital n'aura pas à être restitué à un moment quelconque, sinon à la liquidation de la société. Dès lors quel serait le coût explicite d'une augmentation de capital en numéraire selon la formule de Portefield, le niveau du dividende net annuel par action étant de 3 chaque année? Il serait donné par:

$$100 = 3/(1+r) + 3/(1+r)^2 + 3/(1+r)^3 + \dots + 3/(1+r)^{20}$$

conduisant là encore à un coût explicite négatif

alors que le vrai coût explicite est, bien sûr, de  $r=3\%$  que l'on peut obtenir en faisant:

$$100 = 3/(1+r) + 3/(1+r)^2 + 3/(1+r)^3 + \dots + 3/(1+r)^{20} + 100/(1+r)^{20}$$

c'est-à-dire en intégrant le principe de conservation du capital dans l'estimation du coût explicite d'une source de fonds propres.

Ce qui vient d'être dit vaut pour toutes les autres sources de financement ne donnant pas lieu à remboursement, lorsqu'on envisage d'en évaluer le coût explicite à partir d'un horizon fini: adpsdv, titre participatif, tssi, ...)

Néanmoins lorsqu'il s'agit d'une source de fonds propres, à la notion de coût explicite il est préférable de substituer celle de *coût d'opportunité* des fonds propres.

#### *b) un recours préférable à un coût d'opportunité des fonds propres*

Moyennant l'intégration du principe de conservation de capital dans le calcul, il est possible, nous l'avons vu, d'évaluer le coût explicite d'une source de financement propre: ceci ne veut pas dire que ce coût explicite est la meilleure estimation du coût des fonds propres. En effet retenir un coût de 0% pour les fonds d'autofinancement, et 3% pour une augmentation de capital en numéraire entraînerait, lors du calcul du coût du capital de la société, une estimation très faible de celui-ci pouvant conduire, compte-tenu du lien existant

entre coût du capital de l'entreprise et le taux de rejet de ses projets d'investissement ,à la réalisation d'investissements de très faible rentabilité.

La solution alternative proposée par la théorie financière est de substituer au coût explicite des sources de financement propres une référence à un coût d'opportunité de ces mêmes fonds propres .

Qui dit "coût d'opportunité " doit préciser " par rapport à quoi ?" nous avons vu précédemment que c'est par référence a l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise que devait se situer l'action de ses dirigeants. Il s'agit donc pour ces derniers d'exiger au moins de leurs capitaux propres investis le taux de rentabilité minimum qui laisserait inchangé sur le marché le cours de l'action. L'estimation de ce taux de rentabilité minimum est sans doute difficile : on ne saurait toutefois s'en passer si l'on entend procéder à l'évaluation du coût du capital d'une entreprise donnée ; aussi convient- il de s'y attaquer en dépit de l'incertitude qui se rattache inévitablement à une telle estimation.

Fondamentale dans l'évaluation du coût d'opportunité des diverses sources de capitaux propres est *la notion de taux de rendement requis d'une action par le marché*. Nous la présenterons brièvement dans un premier paragraphe. Le second sera consacré à une formalisation du coût d'opportunité des différentes sources de capitaux propres. Le troisième enfin, traitera des problèmes de mesure rencontrés lors de l'estimation de ce coût d'opportunité.