

Section 3 Coût d'opportunité des diverses sources de capitaux propres et taux de rendement requis par le marché.

Les deux formes essentielles des capitaux propres additionnels dont bénéficie une entreprise donnée année après année correspondant d'une part à ses *bénéfices retenus* (capitaux propres d'origine interne) et d'autre part aux éventuels apports de fonds associés à des *augmentations de capital en numéraire* (capitaux propres d'origine externe). C'est à ces deux formes de capitaux propres additionnels que nous nous intéresserons tout d'abord. Le cas particulier des dotations pour amortissements et provisions retiendra ensuite notre attention.

§1 - LE COUT D'OPPORTUNITE DES BENEFICES RETENUS : k_b

C'est à l'égard des bénéfices retenus que le risque de gaspillage est le plus grand : certains dirigeants d'entreprises pourraient tirer argument du fait que le coût explicite de ces bénéfices retenus est nul, et des avantages indirects de la procédure de financement qu'ils représentent (flexibilité, indépendance vis-à-vis du marché du capital ...) ¹ pour se contenter d'une rentabilité, sinon inexistante, du moins très faible des investissements effectués grâce à ces capitaux retenus. Notons toutefois qu'un tel comportement n'est pas celui de la majorité des dirigeants français d'entreprises, ceux-ci ayant l'habitude de se référer à la notion de coût d'opportunité ou coût implicite des bénéfices retenus ². Ceci étant acquis, il reste cependant à préciser à quoi peut bien correspondre un tel coût implicite des bénéfices retenus. Or à cet égard les théoriciens financiers, comme nous allons le vérifier, sont loin d'être unanimes.

Il nous paraît utile de distinguer deux approches fondamentalement différentes de la notion de coût implicite des bénéfices retenus : la première faisant référence aux potentialités de placement des actionnaires de l'entreprise (nous la qualifierons d'approche-investisseur), la seconde faisant référence aux potentialités d'investissement de l'entreprise elle-même (approche-entreprise) ³.

1) L'évaluation du coût d'opportunité des bénéfices retenus selon l'approche-Investisseur

Cette approche-investisseur part de la constatation que les bénéfices retenus sont des sommes qui auraient pu être distribuées aux actionnaires : plus précisément le coût d'opportunité des bénéfices retenus apparaît être le taux de rendement qu'auraient pu obtenir

¹Voir à ce sujet le chapitre I de la première partie de cet ouvrage consacré à l'analyse de la politique d'autofinancement des entreprises

² Rappelons à cet égard les résultats d'une série d'entretiens effectués par nous courant 1970 auprès d'une collection de grandes sociétés françaises : à la question "A combien estimez-vous le coût que comporterait pour vous aujourd'hui le recours à la source de financement qu'est l'autofinancement? Huit dirigeants sur 11 répondants lui associaient un coût s'étalant de 5 % à 15 %; ce résultat laissait supposer que bon nombre d'entre eux intégraient dans l'élaboration de leur politique financière une référence à un coût d'opportunité de l'autofinancement, et étaient à cet égard en parfait accord avec la position traditionnelle des économistes et théoriciens financiers. Pour une confirmation empirique et indirecte des résultats de cette enquête le lecteur est invité à se reporter, en outre, à notre article A.GALESNE "Gaspillage des Fonds d'autofinancement et discipline financière exercée par le marché du Capital : analyse du cas français (1957-1968) , ECONOMIE APPLIQUEE 1er trimestre 1976, pp. 49-88

³ Il s'agit là d'une controverse à l'origine de laquelle se trouve E. SOLOMON ; voir notamment sa discussion concernant ses "personal use criterion" et " external Yield criterion".

eux-mêmes les actionnaires, par le biais d'un réinvestissement dans les actions de l'entreprise ou dans celles d'entreprises de risque similaire, *si ces bénéfices retenus leur avaient été distribués.*

En l'absence d'imposition personnelle, et de frais de transaction, ce taux de rendement ne serait autre que le taux de rendement k_r requis par le marché pour un actif de ce niveau de risque. Dans le cadre des caractéristiques actuelles du marché financier, en raison de l'existence du facteur fiscal et des inévitables frais de transaction, il en va cependant autrement : en effet si un actionnaire se voyait distribuer les bénéfices retenus de l'entreprise dont il est l'un des propriétaires, pour 1 F distribué par elle, il toucherait effectivement, après prise en considération de l'impôt a associé au dividende distribué et de son taux π_p d'imposition personnelle $(1+a)(1-\pi_p)$. S'il réinvestissait cette somme sous la forme d'achat d'actions de l'entreprise ou d'entreprises de risque similaire, c'est finalement, compte tenu des frais de transaction calculés au taux $z\%$, un taux de rendement effectif de

$$(1+a)(1-\pi_p)(1-z)k_r$$

qui serait associé au montant actuel des bénéfices retenus, si ceux-ci étaient distribués aux actionnaires.

Pour les partisans de cette approche c'est à ce taux⁴ $k_b = (1+a)(1-\pi_p)(1-z)k_r$ que correspond la meilleure estimation du coût d'opportunité des bénéfices retenus. Le tableau suivant présente quelques indications sur la façon dont évoluerait ce taux avec ses deux principaux paramètres π_p et k_r

TABLEAU

k_r	π_p						
	0	10%	20%	30%	40%	50%	60%
8%	11.88%	10.69%	9.50%	8.32%	7.13%	5.94%	4.75%
10%	14.85%	13.37%	11.88%	10.40%	8.91%	7.43%	5.94%
12%	17.82%	16.04%	14.26%	12.47%	10.69%	8.91%	7.13%
20%	29.70%	26.73%	23.76%	20.79%	17.82%	14.85%	11.88%

avec $z=1\%$ et $a=50\%$

Les chiffres qui viennent d'être présentés concernent *un investisseur donné*, et sont donc *variables* d'un investisseur à l'autre; or ce dont les dirigeants de l'entreprise ont besoin, c'est d'un taux unique représentatif de l'ensemble de leurs actionnaires actuels. Or le passage des divers taux individuels à ce taux unique pose de délicats problèmes : faut-il retenir comme taux unique le taux représentatif de la catégorie d'actionnaires la moins favorisée et donc la moins imposée ? Faut-il retenir plutôt la catégorie des actionnaires 'contrôlares' qui détiennent en fait le pouvoir dans l'entreprise ? Faut-il retenir un taux moyen représentatif de la structure de l'actionnariat de l'entreprise ? Selon le choix effectué, apparaîtront des différences significatives dans l'estimation du coût d'opportunité des bénéfices retenus.

En tout état de cause, si l'on admet une référence à une moyenne, apparaissent un certain nombre de problèmes : en premier lieu évaluer ce taux moyen suppose que les dirigeants aient une connaissance précise de la situation fiscale et de la structure de leur actionnariat. Or il semble que ce ne soit pas encore le cas à l'heure actuelle pour la majorité des

⁴C'est à dire le taux de rendement k_b que devrait fournir chaque franc retenu pour que l'actionnaire concerné en tire la même espérance de rentabilité que les dividendes qu'on aurait pu lui servir.

sociétés françaises⁵; en second lieu, si cette première difficulté est résolue, sachant que le taux d'imposition marginal des actionnaires français est en moyenne supérieur à 33%, retenir l'approche-actionnaire conduirait à une estimation du coût d'opportunité des bénéfices inférieur au niveau du taux de rendement k_r requis par le marché.

Si l'on se réfère plutôt à une catégorie bien précise d'actionnaires, on aura toutes les chances de voir retenue celle des actionnaires "contrôlares", c'est-à-dire celle dont le niveau d'imposition est sans doute le plus élevé: mais dans ce cas le coût d'opportunité des bénéfices retenus selon cette "approche investisseur" sera sûrement inférieur, et très largement, au taux de rendement requis par le marché. C'est cette situation néfaste à bien des points de vue, et notamment pour tenir compte de l'exigence d'efficacité de l'utilisation du capital, qui a conduit à la suggestion d'une autre approche, l'approche-entreprise, pour l'estimation du coût d'opportunité des bénéfices retenus.

2) L'évaluation du coût d'opportunité des bénéfices retenus selon l'approche-entreprise.

Selon cette deuxième approche le coût d'opportunité des bénéfices retenus doit être apprécié non pas en fonction des placements potentiels des actionnaires, mais en fonction de ceux de l'entreprise elle-même: la justification fondamentale de cette deuxième approche est que l'entreprise elle-même est capable au même titre que ses actionnaires, par la réalisation de placements externes de même niveau de risque, de s'assurer le taux de rendement k_r requis par le marché, correspondant à l'équilibre de marché pour ce niveau de risque. Elle a en particulier la possibilité d'acheter des actions d'entreprises cotées qui, du point de vue du risque, lui seraient très proches: ces achats, compte tenu de l'existence d'un équilibre sur le marché, devraient lui fournir le même taux de rendement requis k_r ; en outre, dans certaines limites, elle a même la possibilité de racheter sur le marché ses propres actions⁶, et en conséquence tirer de cet achat le même taux k_r . Des lors, selon les partisans de cette deuxième approche, une entreprise ne devrait en aucun cas accepter un projet d'investissement qui ne fournirait pas sur la part du financement de ce projet assuré par les bénéfices retenus, un taux de rentabilité au moins égal à k_r . C'est donc ce taux et non un taux inférieur à k_r comme dans le cas précédent, qui constituerait la mesure la plus adéquate du coût d'opportunité des bénéfices retenus.

Cette approche présente sur la précédente un certain nombre d'avantages non négligeables: en premier lieu elle fournit une estimation *unique* du coût d'opportunité des bénéfices retenus et *indépendante* du taux d'imposition personnelle des actionnaires de l'entreprise;

en second lieu, elle a le mérite de ne pas entraîner comme la solution précédente un risque de relâchement des exigences des dirigeants en matière de rentabilité des investissements;

⁵ En matière de situation fiscale peut-être pourrait-on tirer parti des estimations empiriques effectuées à ce sujet aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne: V. JOLIVET "The Weighted Average Marginal Tax Rate on Dividends Received by Individuals in the U.S. AMERICAN ECONOMIC REVIEW, June 1966, pp. 473-477 ainsi que A.J.H. ORHNIAL, L.P. FOLDES "Estimates of Marginal Tax Rates for Dividends and Bond Interest in the U.K. 1919-1970. ECONOMICA, Février 1975, pp. 79-91. Toutefois rien ne permet de supposer a priori une homogénéité de ces divers actionnariats

⁶ Notons toutefois qu'en France, cette possibilité de rachat est très encadrée par la loi dès lors que les rachats d'actions portent sur plus de 10% du capital de l'entreprise. Pour un examen de cette possibilité de rachat de leurs propres actions par les sociétés françaises voir A.Galesne Le Financement des Entreprises (I): Fonds Propres et Rémunération du capital, Céréfia, Université de Rennes I, 1996/1999 (notamment la section 4 du chapitre 3); ce document est disponible sur le site Internet du Céréfia à l'adresse suivante: <http://www.eco.univ-rennes1.fr/cerefia/Manuels>

Pour ces deux raisons, la seconde approche nous paraît à la fois la plus facilement utilisable par les dirigeants financiers et la plus justifiable sur le plan économique : c'est en conséquence à k_r , le taux de rendement requis par le marché, que nous associerons le coût d'opportunité des bénéfices retenus.

§2 Le coût d'opportunité à associer à une augmentation de capital en numéraire: k_a

L'évaluation du coût d'opportunité d'une augmentation de capital en numéraire fait appel au même type d'arguments que précédemment : il s'agit d'estimer le taux minimum de rentabilité que l'entreprise devrait exiger des capitaux propres affectés à la réalisation de ses projets d'investissement pour que le prix de l'action reste stable⁷. La référence au taux de rendement k_r requis par le marché est là encore fondamentale ; toutefois convient-il d'analyser l'impact éventuel de 3 caractéristiques de l'augmentation de capital en numéraire, *un prix d'émission généralement inférieur au cours de bourse*, s'accompagnant parfois d'une dilution financière des cours de l'action et s'accompagnant toujours de frais d'émission non négligeables, sur le coût d'opportunité associé à l'augmentation de capital en numéraire.

un prix d'émission généralement inférieur au cours de bourse: un impact sur le coût d'opportunité des fonds propres levés sur le marché ?

En moyenne sur le marché français le prix d'émission des actions nouvelles se situent entre 70% et 80% du cours de bourse constaté au moment de la fixation du prix d'émission. Par contre les actions créées bénéficieront des mêmes avantages (droit de vote, droit au même dividende) que les actions anciennes. Ajoutons encore que l'habitude des sociétés est, après l'émission d'actions nouvelles, de maintenir au minimum le futur dividende à celui atteint à la veille de l'émission. On pourrait en conséquence penser que globalement la rémunération des actions à la charge de la société sera supérieure à celle dont bénéficiaient les actions antérieurement à cette émission en capital.

Notons toutefois que cette remarque, apparemment de bon sens, mérite d'être discutée. En effet, une première question mérite d'être posée : doit-on, pour évaluer le coût d'une augmentation de capital en numéraire, se situer du point de vue du dirigeant financier soucieux de réduire son coût explicite ou du point de vue de l'investisseur à qui on doit servir une rémunération proportionnelle à la valeur du patrimoine qu'il a investi dans l'affaire ?

Dans une optique de recherche de maximisation de la valeur boursière d'une société, c'est évidemment le point de vue de l'investisseur qui doit être privilégié et il s'agit ici d'évaluer le coût d'opportunité qu'il convient d'exiger des fonds que ces derniers gardent investis dans l'affaire pour que le cours de l'action ne baisse pas.

C'est à l'évaluation de ceux-ci que l'on doit dès lors s'intéresser.

Envisageons le cas d'une société dont le cours de l'action est la veille de l'émission de 1000 Francs qui a pris l'initiative de proposer au marché une augmentation de capital en numéraire dont les caractéristiques sont les suivantes:

- prix d'émission de l'action nouvelle: 800 Francs
- parité d'émission : 1 action nouvelle pour 4 actions anciennes.

⁷ tout réinvestissement de ces fonds propres à un taux supérieur à k_a se traduirait par contre par une augmentation du prix de l'action sur le marché.

Dans ces conditions, lors du détachement du droit de souscription, à l'ouverture de la période de souscription, le cours de l'action sur le marché devrait tendre vers C^* sa valeur théorique égale à:

$$C^* = [(4 \times 1000) + (1 \times 800)] / [4 + 1] = 960 \text{ F}$$

c'est-à-dire la valeur de l'action ancienne diminuée de la valeur théorique du droit de souscription qui lui était attaché.

Si l'on se situe dans le cadre d'une nécessaire rémunération de l'actionnaire pour le capital qu'il garde investi dans l'affaire (et logiquement c'est bien cette approche qu'il convient de privilégier puisque le taux de rendement requis par le marché est un coût d'opportunité et n'a rien à voir avec un coût explicite) alors il faut tenir compte que le capital que garde investi par l'actionnaire au lendemain de l'opération n'est pas 800F le prix d'émission du nouveau titre, ni 1000F le prix de l'action ancienne la veille de l'opération, mais $C^* = 960\text{F}$ par action détenue, la valeur théorique de l'action droit détaché. Ceci est vrai pour les *anciens actionnaires qui n'ont pas souscrit* et qui ont vendu leurs droits sur le marché: la valeur de leur engagement dans le capital de la société est passée de 1000F avant l'opération à 960F après l'opération (1000F - 40F); c'est également vrai pour les *nouveaux actionnaires* qui ont, eux, effectivement investi 960F dans la société [(les 800F correspondant au prix d'émission augmentés de la valeur des 4 droits qu'ils ont dû se procurer sur le marché pour pouvoir acquérir une action nouvelle, soit 800F + (4 x 40F) = 960F]. Quant aux *anciens actionnaires qui ont souscrit à l'opération* ils voient également s'élever le coût de l'action achetée à 960F [800 francs le prix d'émission du nouveau titre + le coût d'opportunité supporté du seul fait d'avoir apporté ces droits pour souscrire au lieu de les vendre sur le marché pour 160F]. Dans ce cas l'obligation que devrait s'imposer la société c'est d'apporter à l'ensemble de ses actions évaluées sur la base du cours au lendemain de l'opération une rémunération au taux de rendement requis du marché, c'est à dire

$$k_a = k_r$$

que l'émission effectuée ait été faite à un prix d'émission sensiblement inférieur au cours de bourse (cas de 85% des émissions en Europe) ou à un prix d'émission proche du cours de bourse (cas de 85% des émissions américaines)

En d'autres termes l'existence d'une dilution *technique*⁸ des cours lors des émissions en numéraire n'a pas *en soi d'incidence* sur le taux de rendement à exiger des fonds levés à l'occasion de cette augmentation de capital en numéraire.

Il en va différemment toutefois pour l'éventuelle dilution financière accompagnant une augmentation de capital en numéraire

* la prise en considération d'une éventuelle dilution financière des cours associée à l'augmentation de capital en numéraire.

Nous avons antérieurement fait observer, lors de l'examen de la procédure de fixation du prix d'émission, qu'il était quelquefois constaté, lors de l'annonce ou du lancement d'une augmentation de capital en numéraire, un prix d'équilibre du cours ex-post se situant en retrait de quelques points (2 à 3 points en moyenne pour la plupart des études empiriques réalisées) du prix théorique d'équilibre. On est dès lors fondé à s'interroger sur l'opportunité

⁸ correspondant dans le cas plus haut à la baisse du cours de l'action de 1000 Francs à 960 francs, dilution technique correspondant également à la valeur théorique du droit de souscription.

d'introduire un coefficient de dilution financière potentielle (appelons le d_f) dans l'estimation du coût d'opportunité d'une augmentation de capital en numéraire.

L'idée défendue ici est que l'augmentation de capital en numéraire ayant généré une baisse du cours de l'action⁹ au delà de ce qui était légitimement attendu des caractéristiques de l'opération, il est normal d'exiger des capitaux issus d'une telle émission un taux de rentabilité permettant de compenser cet effet négatif de l'opération sur le marché.

$$k_a \text{ deviendrait alors : } k_a = [1 / (1-d_f)] k_r$$

A supposer que le cours d'équilibre de l'action sur le marché, lors du détachement du droit de souscription, atteigne 930 francs au lieu des 960 francs, sa valeur théorique attendue, d_2 serait alors de $30/960 = 0.03125$ (soit - 3.125% par rapport au cours théorique de l'action) entraînant l'évaluation suivante de k_a

$$k_a = [1/(1-0.03125)] k_r$$

** la prise en considération des frais d'émission attachés à l'augmentation de capital en numéraire*

En tout dernier lieu doit être tenu compte du fait qu'une augmentation de capital en numéraire donne lieu au paiement par la société émettrice de frais d'émission (frais administratifs, frais de publicité, rémunération des banquiers qui participent à la mise en place de l'opération¹⁰),

Dès lors la rentabilité qui devra être exigée du réinvestissement des capitaux propres concernés doit couvrir, outre la rémunération requise de ces fonds propres, l'ensemble des commissions qu'il a fallu déboursier pour les lever sur le marché.

Compte-tenu de ce pourcentage des frais d'émission e , k_a devient:

$$k_a = [1 / (1-e)] [1 / (1-d_f)] k_r$$

avec

k_a le taux de rendement requis des fonds propres externes provenant d'une augmentation de capital en numéraire

e le pourcentage des frais d'émission par rapport au produit de l'émission des frais d'émission

d_f le pourcentage de l'éventuelle dilution financière attendue de l'opération par rapport au cours théorique de l'action ex-droit

k_r le taux de rendement requis du titre par le marché

k_a étant toujours supérieur à k_r .

⁹ pouvant notamment s'expliquer par la crainte des investisseurs de voir se réduire le niveau de leur bénéfice par action, en raison du décalage prévisible entre la rémunération quasi-immédiate des nouvelles actions et la montée en puissance progressive de la rentabilité des investissements réalisés à partir de ces fonds.

¹⁰ soit comme chef de file (gestion administrative de l'émission), soit comme membre du syndicat de placement et/ou de garantie): ces services donnent lieu au paiement lors de l'émission d'une commission de direction, d'une commission de placement et d'une commission de garantie

La formule précédente peut également être utilisée pour apprécier le taux de rendement à requérir des *bénéfices retenus*: en effet, on peut assimiler ces bénéfices retenus à une émission effectuée, sans dilution financière ($d_f = 0$) et sans frais d'émission ($e=0$). L'application de la formule précédente avec ces nouvelles données nous conduit alors à :

$$k_b = [1 / (1-0)] [1 / (1-0)] k_r = k_r$$

§3 Le taux de rendement requis associé aux dotations pour amortissement

Nous avons montré précédemment que ces dotations représentaient une partie importante des fonds mis à la disposition des entreprises pour le financement de leurs investissements. Paradoxalement, ce n'est que très rarement que l'on trouve une référence au coût d'opportunité des fonds de dépréciation dans la littérature financière ; lorsqu'il y est fait référence, c'est le plus souvent pour affirmer que les fonds de dépréciation *n'ont pas à être pris en considération dans le calcul du coût du capital de l'entreprise*.

Ainsi fait-on souvent remarquer que les dotations pour dépréciation ne sont pas à proprement parler une source de capital *additionnel* pour l'entreprise, mais correspondent tout au plus à une *modification de la nature des actifs* de celle-ci (immobilisation redevenant un actif liquide) ; à ce titre les dotations correspondantes n'auraient pas à être prises en considération dans le calcul du coût du capital car *ne correspondant pas à des ressources nouvelles*.

Cette position pourra paraître à d'autres difficile à admettre : s'il est bien vrai que les dotations pour dépréciation ne représentent *pas un surcroît de capital* pour les entreprises, il n'en demeure pas moins qu'elles constituent, et de façon permanente, la source essentielle de financement des investissements nouveaux de celles-ci. A ce titre ces dotations pour dépréciation pourraient paraître devoir, en tant que telles, contribuer à l'évaluation du coût du capital d'une entreprise. Un moyen de formaliser cette approche pourrait même être de raisonner à partir d'un type de bilan 'pool de fonds' présentant tant à l'actif qu'au passif des évaluations brutes des différents actifs entrés en comptabilité (un tel retraitement est ainsi effectué par la Centrale des bilans de la Banque de France dans sa méthode d'analyse financière). Concrètement tout amortissement d'un actif immobilisé une année donnée n'est pas porté en diminution de sa valeur d'acquisition pour fournir une valeur nette d'actif (laquelle est habituellement seule comptabilisée pour établir la valeur nette des actifs en fin d'année) mais au contraire portée au passif dans un compte d'attente pouvant être appelé 'Fonds d'amortissement en attente' lequel constitue une réserve financière assimilable à des fonds propres ayant vocation à augmenter régulièrement jusqu'à la fin de la période d'amortissement de l'actif immobilisé. Tant qu'un actif est utilisé il a vocation à être maintenu à l'actif et sa contre-valeur se situe au Passif; quant l'actif est déclassé on retire alors d'un même montant, le montant de sa valeur d'acquisition à l'actif et le Fonds d'amortissement au Passif. Concrètement cette procédure aboutirait à raisonner en Actif *brut* et Passif *brut* et à ajouter formellement au Passif, parmi les capitaux propres, un poste nouveau représentatif des dotations cumulées d'amortissement passées sur les immobilisations actuellement en service.

Il reste à définir quel coût d'opportunité devrait être retenu dans ce cas de figure pour ces fonds de dépréciation : à cet égard il conviendrait d'appliquer aux fonds de dépréciation le même raisonnement que celui suivi pour les autres sources de financement, à savoir leur affecter un coût d'opportunité dépendant de l'usage qui pourrait être fait de ces fonds s'ils n'étaient pas réinvestis dans l'affaire. Ce principe général étant posé, de grandes difficultés subsistent lors de l'évaluation effective de ce coût d'opportunité : faut-il leur associer un coût d'opportunité égal au coût explicite des dettes de l'entreprise sous le prétexte que les fonds

correspondants pourraient être utilisés pour le remboursement de ces dettes ? Faut-il plutôt leur assigner le coût d'opportunité des bénéfices retenus dans la mesure où l'entreprise a le même contrôle sur ces fonds que sur les bénéfices retenus et pourrait leur donner la même affectation que ces derniers ? Faut-il leur associer un coût intermédiaire, par exemple le coût pondéré du capital de l'entreprise pour tenir compte du fait que les fonds de dépréciation sont le fruit d'une récupération d'actifs *antérieurement financés* à la fois par des capitaux propres et des capitaux empruntés ?

C'est cette dernière position, l'attribution aux fonds de dépréciation d'un coût d'opportunité égal au coût du capital de l'entreprise, qui nous paraît la plus logique: la contrepartie est que si le coût d'opportunité du fonds de dépréciation est égal au coût pondéré du capital, cela équivaut à exclure *de facto*¹¹ du calcul du coût pondéré du capital de l'entreprise les fonds de dépréciation, cette source de financement dont le coût d'opportunité est si délicat à évaluer. C'est cette solution qui sera retenue ici.

Nous venons de présenter brièvement les relations existantes entre les coûts d'opportunité des sources habituelles de capitaux propres et le taux de rendement k_r requis par le marché. L'un, k_b , celui des bénéfices retenus, est purement et simplement égal à ce taux de rendement requis, l'autre, k_a , celui des capitaux propres d'origine externe obtenus par l'intermédiaire d'une augmentation de capital en numéraire classique, lui est lié très étroitement.

Cette présentation ne règle pas pour autant tous les problèmes posés par l'évaluation de k_b et k_a : en effet, l'estimation de ces coûts d'opportunité exige au préalable une connaissance aussi précise que possible des niveaux de e et de k_r . C'est à l'étude de ces deux paramètres que nous allons nous intéresser maintenant.

¹¹ puisqu'on obtiendra dans ce cas la même évaluation du coût du capital qu'on calcule celui-ci sans tenir compte des dotations pour amortissement ou en en tenant compte.