

## Introduction

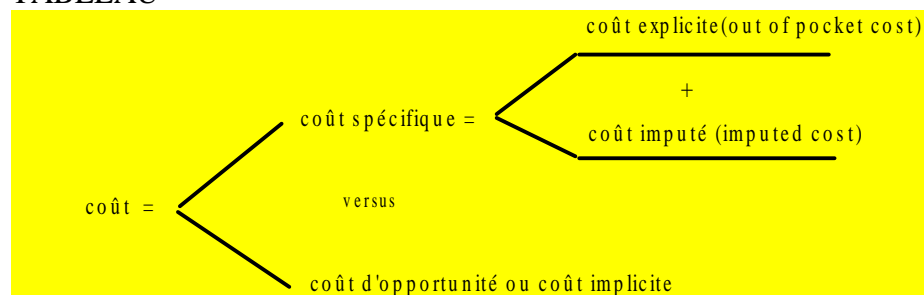
La notion de coût du capital d'une entreprise est un concept essentiel dans la théorie financière moderne dans la mesure où ce coût du capital constitue le lien majeur entre les décisions d'investissement et les décisions de financement des dirigeants d'une entreprise ; dans un ouvrage précédent<sup>1</sup>, nous avons vu, en effet, que pour juger de l'intérêt que présentait une opportunité d'investissement, on pouvait, soit comparer le taux interne de rendement intégré attendu de cette opportunité d'investissement à un certain taux d'actualisation de base, soit calculer sa valeur actuelle nette intégrée à partir de ce même taux d'actualisation de base: un projet, avons-nous dit, était présumé rentable lorsque sa valeur actuelle nette intégrée apparaissait positive ou lorsque son taux interne de rendement 'intégré' apparaissait supérieur au taux d'actualisation de base. Il reste à définir la nature de ce taux d'actualisation de base. Or ce taux de rejet à prendre en considération dans les calculs d'investissement est directement lié au coût du capital de l'entreprise

La notion de coût du capital est importante pour une autre raison : en effet, dans le cadre de l'objectif de maximisation de la valeur<sup>2</sup> d'une entreprise, la valeur de l'entreprise est, à opportunités d'investissement données, d'autant plus élevée que son coût du capital est faible : un dirigeant qui entendrait maximiser la valeur de l'entreprise qu'il dirige aurait intérêt à adopter la politique de financement susceptible de conduire à un coût du capital minimum

Aussi, dans les deux cas, une mesure, aussi exacte que possible, de ce coût du capital de l'entreprise s'avère indispensable.

Cette notion n'en demeure pas moins extrêmement ambiguë, tant on rencontre dans la littérature financière de notions différentes du coût d'une source de financement : le tableau ci-dessous présente les principales d'entre elles tout en illustrant les liens existant entre ces diverses notions.

TABLEAU<sup>3 4 5</sup>



C'est sans doute à la notion de coût *explicite* qu'il est le plus souvent fait référence dans la pratique financière ; parfois même, ce n'est qu'à cette notion que se réfèrent certains dirigeants financiers lors de l'élaboration de leur politique de financement. Les théoriciens financiers, quant à eux, reconnaissent certes l'utilité de la notion de coût explicite pour les capitaux empruntés,

<sup>1</sup> A.GALESNE, Les décisions financières de l'entreprise : l'investissement. Paris: Dunod. 1981 ou encore Alain GALESNE Le Choix des Investissements dans l'entreprise, RENNES: Editions du CEREFIA 1996/1999

<sup>2</sup> valeur boursière s'il s'agit d'une société cotée

<sup>3</sup> Ou, selon la terminologie anglo-saxonne the ' out-of-pocket Cost'

<sup>4</sup>. Ou « imputed cost »

<sup>5</sup> nous nous référons ici à la distinction coût explicite/ cout implicite d'E.SOLOMON

mais à condition que soit retenue, lors de l'estimation du coût du capital d'une entreprise, la notion de coût d'opportunité (ou coût implicite) pour les capitaux propres. C'est à la notion de taux de rendement requis des fonds propres que correspond ce coût d'opportunité.

D'une manière générale, dans une première approche<sup>6</sup>, le coût du capital d'une entreprise<sup>7</sup>, que nous appellerons  $k$ , peut être mesuré par:

$$k = k_p \cdot w_p + k_d \cdot w_d$$

avec :

- $k_p$  le taux de rendement requis des fonds propres (coût implicite des capitaux propres)
- $k_d$  le coût explicite des capitaux empruntés
- $w_p$  la proportion des capitaux additionnels dont l'entreprise envisage l'acquisition sous la forme de capitaux propres pour le financement de son programme d'investissement
- $w_d$  la proportion de ces mêmes capitaux additionnels ayant la nature de capitaux empruntés.

L'estimation du coût du capital d'une entreprise suppose donc une évaluation préalable des  $k_p$  et  $k_d$  ainsi que des  $w_p$  et  $w_d$  représentatifs du choix préalable d'une structure de financement adéquate. C'est à l'analyse de ces divers éléments que nous nous intéresserons dans le cadre de cette partie de l'ouvrage.

Le titre 1 sera consacré à l'évaluation du coût des principales formes de financement traditionnelles (dettes bancaires et obligataires traditionnelles, sources de fonds propres traditionnelles)

Le titre 2 sera consacré à l'évaluation du coût des émissions en fonds propres différées (Absa, obligations hybrides).

Le titre 3 sera consacré à l'évaluation du coût de quelques autres financements obligataires à caractéristiques optionnelles.

Le titre 4 sera consacré à l'évaluation du coût de quelques autres sources de financement particulières (crédit-fournisseurs, billets de trésorerie, financement public privilégié...)

Le titre 5 sera consacré à l'évaluation des composantes  $w_p$  et  $w_d$  et à l'estimation du coût du capital (pondéré) d'une entreprise

Enfin le titre 6 sera consacré à l'analyse du coût du capital associé à une division d'entreprise, voire du coût du capital associé à un projet d'investissement particulier

---

<sup>6</sup> dans une première approche en effet : nous verrons en effet ultérieurement qu'à certaines dettes doivent être associé un coût d'opportunité (par exemple le crédit-fournisseurs) et qu'à l'inverse à certaines catégories de fonds propres il convient d'associer un coût explicite (par exemple les TSDI)

<sup>7</sup> Nous nous sommes limités ici, pour simplifier, à distinguer capitaux propres et capitaux empruntés ; il va de soi cependant que pratiquement, lorsqu'il s'agit d'évaluer le coût du capital d'une entreprise donnée, il faudra atteindre un niveau de décomposition plus élevé, en identifiant clairement les coûts élémentaires et les poids des diverses sources de capitaux propres et de capitaux empruntés.

## **Titre 1 Le coût des sources de financement traditionnelles**

### **chapitre 1 Le coût des dettes traditionnelles**

**section 1 le coût explicite des dettes bancaires**

**section 2 le coût explicite des dettes obligataires classiques**

**section 3 le coût explicite des dettes obligataires à taux variable ou revisable**

### **chapitre 2 Le coût des sources de fonds propres traditionnels**

**section 1 le coût des bénéfices retenus**

**section 2 le coût des augmentations de capital en numéraire classiques**

**section 3 le coût des dotations pour amortissement**

## **Titre 2 Le coût des émissions de fonds propres différées**

**chapitre 1 le coût des obligations convertibles en actions (oca)**

**chapitre 2 le coût des obligations remboursables en actions (ora)**

**chapitre 3 le coût des obligations à bons de souscription d'actions (obsa)**

**chapitre 4 le coût des actions avec bons de souscription d'actions (absa)**

## **Titre 3 Le coût de quelques autres sources de financement obligataire à caractéristique optionnelle**

**chapitre 1 le coût des obligations avec prix de remboursement des titres indexé sur le cours de l'action ou un indice boursier**

**chapitre 2 le coût des obligations à bons de souscription d'obligations (obso)**

**chapitre 3 le coût des obligations avec options de remboursement anticipé au gré du souscripteur ou au gré de l'émetteur**

## **Titre 4 Le coût de quelques autres sources de financement**

**section 1 le coût du crédit-fournisseurs**

**section 2 le coût d'une émission de billet de trésorerie**

**section 3 le coût d'un financement public privilégié**

## **Titre 5 L'adoption d'une structure de poids adéquate et la mesure du coût du capital (pondéré) de l'entreprise**

**section 1 les caractéristiques de la notion de coût du capital d'une entreprise**

**section 2 la mesure du coût du capital d'une entreprise**

**section 3 L'impact de l'incertitude de l'évaluation des éléments du coût du capital sur le niveau à retenir du coût du capital**

## **Titre 6 Le coût du capital associé à une division d'entreprise ou à un projet d'investissement**