

LE COUT DU CAPITAL (2)

Félix BOGLIOLO

Nous poursuivons ici notre étude du coût du capital entamée dans notre chronique précédente. Nous verrons aujourd'hui comment le calculer par l'Actif du bilan, ce qui est plus rarement pratiqué. L'Actif Economique ou AE est égal à la somme des Immobilisations et du Besoin en Fonds de Roulement. L'égalité bilantielle entre l'actif et le passif implique que $AE = CI$, les Capitaux Investis égaux à la somme des Fonds Propres et des Dettes Financières.

On définit le Coût de l'Actif Economique ou CAE comme le rendement nécessaire pour une juste rémunération du risque pris en investissant dans l'entreprise considérée, indépendamment du risque supplémentaire lié à la structure financière choisie. Avec les notations :

- TSR Taux Sans Risque, et PRM Prime de Risque du Marché, déjà définis précédemment,
- IRO Indice de Risque Opérationnel, indice de risque particulier à l'entreprise donné par rapport à l'ensemble du marché ; cet indice caractérise le risque spécifique de cette entreprise compte tenu d'une part de son secteur industriel et d'autre part de ses particularités propres au sein de ce secteur,

on a alors la relation : $CAE = TSR + IRO * PRM$. Avec les données précédentes, soit $TSR=4,5\%$ et $PRM=5\%$, si on a $IRO=0,9$, on déduit $CAE=4,5\%+0,9*5\%=4,5\%+4,5\%=9\%$.

Le Coût de l'Actif Economique est un coût du capital simplifié, en ce sens qu'il omet la structure financière de l'entreprise. Il se place du seul point de vue de l'Actif de l'entreprise, de son secteur et des caractéristiques particulières de l'entreprise étudiée dans ce secteur.

Le coût moyen pondéré du coût du capital ou CMPC, déjà étudié dans la précédente chronique, peut s'écrire dans une seconde formulation : $CMPC = CAE * (1 - IS * DF/AE)$ - le lecteur nous pardonnera de ne pas l'ennuyer avec la démonstration correspondante. On vérifie le chiffre trouvé précédemment $CMPC=9\%*(1-33,33\%*60.000/100.000)=9\%*(1-40\%)=7,2\%$.

Cette autre formulation permet de dégager une conclusion opérationnelle très importante. A Coût de l'Actif Economique égal, une même entreprise verra son Coût du capital décroître en fonction de son recours accru à l'endettement grâce à la subvention que lui offre la collectivité nationale en lui autorisant la déduction des intérêts de son résultat imposable.

Cette formulation permet de répondre au moins partiellement à la question de la structure financière optimale : du seul point de vue de la notion de Coût du capital, la meilleure situation est celle qui incorpore le montant de capital-action symbolique minimum et le montant de capital-dette maximum. Il est clair que d'autres points de vue doivent être pris en considération comme la notion de solvabilité. Nous ne traiterons pas ici ces autres points de vue en dépit de leur grande importance.

On peut calculer l'impact de l'effet de levier sur le coût des fonds propres. On peut noter : $CFP = CAE + PRF$, avec PRF Prime de Risque Financier, la rémunération supplémentaire à laquelle ont droit les actionnaires compte tenu du risque plus grand qu'ils prennent en accordant la priorité aux créanciers. On peut relier cette notion au classique 'effet de levier' par la formule (le lecteur nous fera grâce de la démonstration, ici aussi) :

$PRF = CFP - CAE = (1 - IS) * (CAE - CBD) * DF/FP$. Soit avec notre exemple numérique, $FRP=12\%-9\%=(1-33,33\%)*(9\%-6\%)*60.000/40.000=3\%$.

En effet, le risque supporté par les actionnaires n'est autre en première instance que le risque de l'Actif Economique : selon le principe de Lavoisier (rien ne se crée, rien ne se perd, tout se transforme), le risque de l'Actif se transfère au Passif. Il se répartit de manière inégale entre les deux éléments constituant le Passif. En effet, les créanciers sont prioritaires sur les actionnaires tant sur les flux générés par l'Actif que sur le stock monétaire représenté par l'Actif lors d'une liquidation. En conséquence, les actionnaires assument un risque supérieur non seulement à celui des créanciers mais aussi à celui du métier qu'ils entreprennent, en raison de la priorité qu'ils accordent au créancier.

Si l'entreprise est entièrement financée par Fonds Propres, on conçoit aisément en effet que son Coût des Fonds Propres ne soit autre que son Coût de l'Actif Economique (la formulation mathématique serait : $CFP = CAE$ ou encore $IRF = IRO$ lorsque $DF = 0$ ou encore $AE = CI = FP$).

Dans notre exemple numérique, on voit qu'on passe d'un risque 'Opérationnel', $IRF=0,9$, soit un risque plus faible que la moyenne du marché, à un risque des 'Financier', $IRO=1,5$, soit un risque plus élevé que la moyenne du marché, en raison du fort endettement de la société. Cependant, le coût du capital est bien moindre que celui du métier, précisément en raison de ce même endettement élevé.

Nous souhaiterions maintenant approfondir la question de la Prime de Risque du Marché. Un chiffre de 6 % ne résulterait d'aucun arbitraire. Il provient des statistiques et raisonnements suivants.

Les arbitrages internationaux entre différents marchés tendent à une égalisation de cette prime de risque 'nationale', du moins entre pays 'développés'. Cette prime représente le surcroît de rémunération sur un investissement en actions d'entreprises d'un pays par rapport à un investissement en bons du trésor du même pays. En effet, pourquoi un investisseur donné obtiendrait-il pour un tel surcroît de rémunération un montant différent selon que son investissement est aux U.S.A., en Angleterre ou en France ? En tout état de cause, on conçoit mal qu'un investisseur international exige pour la France une prime inférieure à celle qu'il peut obtenir sur le marché américain, compte tenu de l'instabilité supplémentaire de l'environnement politico-juridico-économique que présente souvent notre pays.

Aux U.S.A., depuis la publication en 1976 dans *The Journal of Business* de deux articles de Roger G. Ibbotson et Rex A. Sinquefeld, et grâce à la répétition annuelle depuis lors d'études similaires, cette prime de risque est estimée à environ 6%. La même méthodologie appliquée aux séries de données françaises donne un chiffre statistiquement non différent du chiffre américain.

Cependant il convient de noter que ces études se basent sur des statistiques remontant au début de ce siècle. Il est certain que la même méthodologie appliquée à des périodes plus récentes donne, tant pour les U.S.A. que pour la France, des chiffres plus proches de 4%.

Cependant, ces auteurs américains préfèrent la référence 'longue' et nous souscrivons à cette préférence. En effet, cette prime de risque est destinée à compenser les risques qui affecteront la rentabilité future des investissements d'aujourd'hui. Or un investisseur ne sait pas de quoi l'avenir sera fait et il ne peut donc qu'estimer cette prime.

Cet investisseur peut très bien se dire : <<Si je regarde les 80 ans passés, tout type d'événement s'est produit : expansion-récession, inflation-déflation, paix-guerre, ... Or, les 6% mesurés sur cette période m'ont bien compensé pour les risques subis. La probabilité est faible pour que dans les x années à venir, il se produise un événement d'un type nouveau qui ne se soit pas déjà produit sous une forme analogue dans cette longue période passée. La prime de risque bonne dans le passé devrait donc s'avérer adéquate pour l'avenir aussi.>>.

En prenant 4%, un utilisateur du modèle indique implicitement que, d'après lui, le raisonnement des investisseurs serait plutôt le suivant : <<Les x années à venir ressembleront aux 30 dernières années plutôt qu'aux 80 dernières années. Je prends donc la prime de risque de cette période passée réduite pour me couvrir des risques que j'anticipe pour l'avenir.>>.

Aucun élément objectif et donc mesurable n'existe pour dire laquelle de ces deux opinions est plus proche de la vérité. Il s'agit donc d'une décision de gestion de l'utilisateur du modèle considéré.

F.B.