

Séquence 3: le coût des fonds propres

- **Financement par fonds propres**
 - Actionnaires confient des fonds à l'entreprise
 - En retour, richesse supplémentaire attendue
- **La richesse est dégagée par le projet**
 - rentabilité minimale à dégager
 - Sinon, les fonds propres de l'entreprise seront investis ailleurs
- **cette rentabilité requise par les actionnaires est ANTICIPÉE mais pas toujours réalisée**

Le coût des fonds propres 1/4

projets



**Rentabilité
à dégager**
= Contrainte
sur les
managers

**fonds
propres**



**Rentabilité
requis**
= exigence

- **Pour les actionnaires de l'entreprise,**
 - le projet = investissement qui a pour objectif d'accroître leur richesse
- **Pour les entrepreneurs ou les managers**
 - le projet = rémunération à servir à ceux qui apportent l'argent

Le coût des fonds propres 2/4

- **Notion souvent abstraite**

- Dividendes peu visibles dans la comptabilité
 - Pas dans le compte de résultat, contrairement à la dette
 - À chercher dans les retraitements du bilan ou dans les rapports d'activité
- La rémunération des actions ne se limite pas aux dividendes
 - 2% en moyenne du prix des actions
 - Est formée essentiellement par l'accroissement de la valeur de l'action dans le temps

- **Illusion de la gratuité des fonds propres**

Le coût des fonds propres 3/4

- **Les fonds propres sont en fait la source de financement la plus coûteuse**
 - Rémunération de la dette
 - contractuelle
 - Risque supporté par le créancier = faillite
 - Rémunération des fonds propres
 - Risque de faillite maximal
 - Dépend des bénéfices dégagés
- **Les fonds propres sont donc plus risqués que les dettes.**
- **L'actionnaire exige**
 - La rémunération équivalente à la dette
 - Plus la rémunération du risque supplémentaire

Le coût des fonds propres 3/4

- **Il reste désormais à évaluer le coût des fonds propres**
 - Justifier le niveau de rémunération demandé par l'actionnaire
 - Conforme au niveau de risque encouru
- **Référence sans risque + prime de risque**
- **Deux méthodes principales**
 - Approche par les dividendes ou approche fondamentale
 - Le MEDAF (CAPM)

1. L'approche fondamentale

- **Objectif** : déterminer le coût des fonds propres à partir des déterminants fondamentaux du prix des actions
- **Une action** : placement aléatoire dont l'actionnaire espère une rentabilité kfp correspondant au niveau de risque qu'il supporte
- **La détention de cette action procure :**
 - 1 droit de vote
 - 1 droit au bénéfice
 - Distribué en dividende aléatoire
 - Réinvesti pour être ultérieurement distribué en dividende
 - 1 prix de revente aléatoire sur le marché secondaire

L'approche fondamentale - suite

- **Le prix du titre = valeur actuelle des flux** : prix de revente et dividende versé pendant un an de détention :

$$P_0 = \frac{E(P_1) + E(D_1)}{1 + k_{FP}} \text{ où } k_{FP} \text{ est le cout des fonds propres}$$

- **Par récursion**, on obtient :

$$P_0 = \sum_{j=1}^n \frac{E(D_j)}{(1 + k_{FP})^j} + \frac{E(P_n)}{(1 + k_{FP})^n}$$

→ **Le prix d'un titre** = somme des dividendes futurs actualisés à l'infini

Le modèle de Gordon-Shapiro (1956)

- **Hypothèses simples:**

- taux de croissance de long terme de l'entreprise = g
- les bénéfices et dividendes suivent ce taux de croissance

- **Dans ce cas :**

$$P_0 = \frac{D_1}{k_{FP} - g} \quad \text{soit} \quad k_{FP} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

- **L'actionnaire demande donc un rendement en dividende plus le taux de croissance de long terme**

Application du modèle de Gordon

- **Exemple Accor 1988 – 1998**

- Dividende en croissance moyenne 19% (une année à +1% et une à + 40%)
- Rendement en dividende moyen 2,47% (de 1,7 à 3,3%)
- Sur cette base, le coût des fonds propres est de 21,47%, montant très élevé qui traduit une prime de risque de l'ordre de 15%

Le modèle de Gordon-Shapiro (1956)

- **Inconvénients du modèle:**

- taux de croissance $g <$ rendement exigé k_{FP}
- g constant à l'infini
- horizon infini
- certaines entreprises n'ont pas de politique stable de dividende
- Donne l'illusion que l'augmentation du dividende provoque automatiquement une augmentation de la valeur des actions

- **Modèle tronqué pour prendre en compte la croissance**

- Retour au modèle de base,
- Appliquer Gordon à un horizon éloigné

Méthodologie de Gordon

- **Connaissant le prix du titre, la politique de dividende de la firme, et sa croissance de long terme, on infère k_{FP} , le coût des fonds propres**
 - Observer P sur le marché pendant plusieurs séances,
 - calculer la moyenne pour atténuer la volatilité des cours
 - Observer la politique antérieure de dividendes et la projeter dans le futur
 - Evaluer la croissance de long terme g . Délicat.

- **k_{FP} est alors estimé**
- **A titre indicatif en France en 2004**
 - g de l'économie estimé à 2,5%
 - Rendement en dividende = 2,5%