

Coût du capital et risque des projets

Par **Edith Ginglinger**,
professeur à l'Université
Paris-Dauphine



Si les procédures budgétaires standards sont utilisées en temps normal, c'est beaucoup moins le cas lorsque la cession d'une activité entraîne la brusque disponibilité de fonds de montants importants non initialement budgétés.

Le coût du capital des entreprises détermine leurs opportunités d'investissement. Selon la théorie financière, un projet d'investissement peut être adopté dès lors que sa valeur actuelle nette (VAN) calculée avec un taux d'actualisation égal au coût moyen pondéré de ses ressources (coût du capital ci-après) est positive, ce qui correspond à un taux de rentabilité supérieur au coût du capital.

Comment utiliser le coût du capital dans une entreprise, en particulier lorsque plusieurs activités de risque différent coexistent ? Faut-il utiliser le coût du capital moyen de l'entreprise, ou le coût du capital reflétant le risque de chaque projet ou de chaque filiale ? Prenons l'exemple d'une entreprise dont le coût du capital est de 6 %, mais qui développe d'une part une activité risquée qui justifierait un coût du capital de 8 %, et d'autre part une activité peu risquée dont le coût du capital serait de 4 %. Les manuels de finance préconisent unanimement d'utiliser le coût du capital de chaque activité pour les projets qui en relèvent (soit dans notre exemple 4 et 8 %). Pourtant, une enquête réalisée par Graham et Harvey (2001)¹ auprès des directeurs financiers aux Etats-Unis montre que 58 % des firmes utilisent un coût du capital unique pour la firme, plutôt qu'un coût du capital adapté au risque de chaque activité. Quelles sont les conséquences de ce choix ? Une étude récente s'est intéressée à cette question² : les auteurs ont testé le comportement d'investissement des divisions ou filiales d'entreprises dont le risque était différent du risque moyen de la firme. Ils montrent que les divisions dont le risque est supérieur au risque moyen de la firme ont un taux d'investissement supérieur à ce qu'on en attendrait étant donné leur risque et que les divisions moins risquées investissent moins : ils en déduisent que très probablement, les entreprises utilisent le coût du capital moyen pour tous leurs projets, ce qui amène les activités plus risquées à surinvestir (le taux de rejet adopté pour les investissements est trop faible étant donné leur risque) et les activités peu risquées à sous-investir parce que l'on exige de leurs investissements le même taux de rentabilité que celui appliqué à tous les projets de l'entreprise.

Ce constat semble mettre en lumière une certaine irrationalité des dirigeants et pose la question des critères qui sont réellement utilisés par les entreprises pour décider de leurs investissements. L'enquête menée par Graham, Harvey et Puri (2013)³ auprès des directeurs financiers américains, européens et asiatiques montre que la valeur actuelle nette est bien le critère le plus important d'allocation des ressources entre les différentes unités d'une

entreprise, qui est cité par 80 % des répondants. Mais elle souligne que ce n'est pas le seul. Des critères plus informels sont également pris en compte : la réputation du dirigeant de la filiale ou de l'unité (71 % des répondants), la périodicité des cash-flows dégagés par le projet (65 %) ainsi que l'impression favorable du directeur général sur le projet (48 %). L'enquête met également en évidence que les entreprises européennes et asiatiques sont plus fréquemment adeptes d'une répartition plus égalitaire des budgets d'investissement entre les différentes unités (18 % contre 6 % dans les entreprises américaines), et ce d'autant plus qu'elles sont contraintes financièrement.

Une analyse approfondie des procédures d'allocation des ressources dans une multinationale américaine employant plus de 100 000 salariés et présente dans 15 pays sur quatre continents⁴ montre que si les procédures budgétaires standards sont utilisées en temps normal, c'est beaucoup moins le cas lorsque la cession d'une activité entraîne la brusque disponibilité de fonds de montants importants non initialement budgétés. Dans ce cas, les ressources pour investir sont essentiellement captées par les dirigeants d'unités qui ont le plus de pouvoir, celui-ci étant mesuré notamment par le degré de proximité avec le PDG de l'entreprise et la durée de leur présence dans une position de direction dans l'entreprise.

La valeur actuelle nette est bien le critère le plus important d'allocation des ressources entre les unités d'une entreprise, mais ce n'est pas le seul.

Dans un certain nombre d'autres situations, pour limiter le surinvestissement de leurs divisions, et alors même qu'elles présentent un risque équivalent à leur risque moyen, les entreprises préfèrent appliquer un taux de rejet des investissements très supérieur à leur coût du capital moyen afin de prévenir le surinvestissement, les managers de divisions semblant souvent présenter des budgets supérieurs à leurs besoins réels.

En conclusion, si la prise en compte du risque dans l'appréciation des projets d'investissement permet d'éviter des situations de sur ou sous-investissement, d'autres critères d'allocation des ressources entre unités de l'entreprise, plus subjectifs, semblent également intervenir dans les décisions d'investissement. ■

1. Graham et Harvey, 2001, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of financial economics*.

2. Krüger, Landier et Thesmar, 2014, *The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate*, *Journal of Finance*, à paraître.

3. Graham, Harvey et Puri, 2012, *Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms*.

4. 2013, *Opening the black box: internal capital markets and managerial power*, *Journal of Finance*.