

Approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière

Approach of the firm by the value and the financial assessment

MAXIMIN Grégory

Enseignant-Chercheur

Université des Antilles - France

Unité de Formation et de Recherche des Sciences Juridiques et Economiques

Centre de Recherche en Economie et en Droit du Développement Insulaire (CREDDI)

Date de soumission : 28/07/2025

Date d'acceptation : 07/09/2025

Pour citer cet article :

MAXIMIN.G. (2025) « Approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière », Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 6 numéro 9 » . p :707-728.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé

Approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière

L'objectif de cet article est double, d'abord de montrer à partir de certains travaux académiques précédents qu'au sein de l'approche de la firme par la valeur et sa valorisation financière, la détermination du coût moyen pondéré du capital (CMPC) est vitale. Par la suite l'article apporte des compléments théoriques et formels pour montrer que le coût moyen pondéré du capital est important pour déterminer la structure optimale capitalistique d'une firme ou d'un investissement mais surtout qu'en soit, il offre un critère de décision d'investissement qui permet de contourner en partie le système de prix de marché et de décider en situation de coûts de transaction importants.

Mots clefs : Coût moyen pondéré du capital, Firme, Valorisation, Coûts de transaction, pouvoir de négociation financière

Abstract

Approach of the firm by the value and the financial assessment

The aim of this article is double, first show based on some previous academic works that in the approach of the firm by the value and its financial assessment, determine the weighted average cost of capital (WACC) is essential. Subsequently the article brings theoretical and formal add-ons in order to show that the weighted average cost of capital is very important to determine the firm's capitalistic optimal structure or for an investment but overall, it (WACC) offers a decision investment criteria which enables to avoid in part the market price's system and to decide in a situation of important transaction costs.

Keywords : Weighted average cost of capital, Firm, Valuation, Transaction costs, Financial bargaining power

Classification *JEL* : A23, A29, G11, G31, G39

Introduction

Les travaux universitaires en théorie de la firme et des organisations font part de plusieurs approches de la firme : les approches contractualistes, l'approche évolutionniste, l'approche qui s'inspire de l'écologie des populations, l'approche par la psychologie des organisations, l'approche de la firme étendue qui la voit comme appartenant à un réseau, la concurrence multipoints, l'approche autrichienne, celle par la gestion d'activités, ou encore l'approche par les ressources (*liste non exhaustive*). Toutes ces approches ont surtout un intérêt théorique et conceptuel, l'approche dans laquelle nous positionnons cet article à l'avantage d'être pragmatique et utile empiriquement dans la vie économique et stratégique d'une entreprise. Il y a un *distinguo* à faire entre la valeur d'une firme et le prix d'une firme. La valeur peut se définir sur le plan économique propre à une firme comme l'ensemble des attributs qu'elle possède et qui lui permettraient de générer de la valeur ajoutée ; tandis que le prix est le montant monétaire estimé de cet ensemble en vue de l'acquérir. Sur la base du précédent *distinguo*, nous pouvons définir la firme dans le cadre de l'approche par la valeur et l'évaluation financière comme un ensemble d'attributs lui permettant de générer de la valeur ajoutée, autrement dit de la richesse économique contre-valorisée par des montants monétaires dont certains sont obtenus à partir de prix. La valorisation d'une firme par le prisme financier est l'apanage des comptables et des analystes financiers cependant nous pouvons nous demander, s'il n'est pas possible de montrer conceptuellement que cette approche peut être vue au-delà des états financiers et offrir des principes théoriques sans perdre son pragmatisme et ses possibilités empiriques ? Notre analyse débutera par une revue de littérature en lien avec l'approche financière de la firme, puis nous expliciterons dans la section suivante notre vision de l'approche de la firme par la valeur et ce à la fois avec certains aspects néo-institutionnels et d'analyse financière. La dernière section du corps de nos travaux fera l'objet d'un exemple théorique et analytique pour expliquer notre point de vue et ce avant de conclure.

1 Revue de littérature : Quelques axes de travaux académiques sur la firme et sa valorisation financière

Cette revue de littérature n'a pas pour but d'être exhaustive en matière de travaux d'analyse de la valorisation financière de la firme. Son objectif est de présenter certains travaux en évoquant leurs orientations respectives pour ensuite faire ressortir de manière plus distinctive la nôtre. Les auteurs Laroussi et Laroussi [2024] montrent que l'innovation a un impact fort voire majeur sur la performance financière des entreprises. Ils essayent d'élaborer un cadre théorique formel pouvant être utilisé par la suite pour émettre et vérifier des hypothèses. De

notre point de vue ce qui est intéressant dans Laroussi [2024] est le fait que la performance financière est vue comme l'élément clef à analyser suite à l'introduction d'une innovation majeure ; ce qui laisse à penser selon nous que tout ce qui a un impact positif ou négatif sur l'entreprise doit s'analyser à travers l'évolution de la performance financière qu'introduit l'élément nouveau (dans le cas de Laroussi [2024] : l'innovation). La performance financière et les objectifs qui lui sont assignés pour des raisons de rentabilité des capitaux investis deviennent dans les travaux de Laroussi [2024], le baromètre de l'efficacité managériale en matière d'innovation. De notre côté, nous supposons que la performance financière et les éléments de valorisation financière de la firme sont le baromètre de l'efficacité managériale quel que soit le domaine d'activité de la firme ou l'activité économique supervisée. Ferriswara et Sayidah [2022] dans une étude empirique concernant les entreprises en lien avec l'index islamique de Jakarta tentent de montrer que la gouvernance d'entreprise et la structure du capital influent sur la performance financière et la valorisation de la firme. Là encore la pertinence managériale et décisionnelle à travers la gouvernance de l'entreprise est analysée sous l'angle de la performance financière de la firme. A noter que Ferriswara et Sayidah [2022] intègrent la structure du capital comme autre élément déterminant de la performance financière. L'importance de la structure du capital dans une pareille étude empirique nous semble intéressante de manière à montrer que toutes les structures capitalistiques ne se valent pas en matière de performance financière et de valorisation boursière d'une firme donnée ; d'autant plus que nous montrerons dans les sections ultérieures de cet article que c'est le coût moyen pondéré du capital qui selon nous est l'élément déterminant de la forme prise par la structure capitalistique de la firme.

Jusqu'à présent dans cette revue de littérature nous privilégions des articles qui mettent en avant une approche de la firme liant des aspects financiers avec la performance, la gouvernance, ou la structure capitalistique cela s'explique par le fait que nous pensions que l'un des intérêts de l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière est de montrer sa pertinence pour la performance économique et la valorisation financière des décisions et actions managériales. C'est ce qui explique que nous n'évoquons pas l'une des approches de la firme les plus utilisées sur le plan académique et théorique à savoir l'approche néoclassique de la firme. Nous pensons que l'approche néoclassique orthodoxe qui voit la firme comme une fonction mathématique appliquée à la production dont il convient d'optimiser les arguments est trop restrictive et non pertinente pour notre approche, c'est pour cela que notre revue de littérature ne fait pas état de cette vision. A contrario de la vision néoclassique, l'approche

théorique néo-institutionnelle associée à une vision de la firme sous l'angle de l'évaluation financière offre un prisme intéressant pour voir comment la performance financière et son évaluation sont caractéristiques de la prise de décision au sein de la firme. Aoun et Kasbaoui [2022] lient le budget à la gouvernance de manière à élaborer un modèle qui établit un lien entre le budget qui est l'émanation comptable de la performance financière de l'entreprise et sa gouvernance qui est son système de décision. Aoun et Kasbaoui [2022] offrent une vision qui nous paraît intéressante car elle laisse à entendre premièrement que la firme est mue par sa gouvernance mais que cette gouvernance dépend de facteurs financiers même si ceux-ci sont abordés sous un angle néo-institutionnel. Jusqu'à présent les articles passés en revue montrent que l'aspect financier de la gestion managériale et entrepreneuriale peut aller bien au-delà de la mise en exergue d'états comptables et financiers normés. Nous pensons pour notre part que cet aspect financier de la firme peut être l'alpha et l'oméga de la prise de décision aussi bien sur le plan théorique en univers certain (information parfaite) qu'en univers incertain (incertitude radicale), que sur le plan pratique et opérationnel. Belaounia et Fouquau [2022] montrent qu'il y a un lien entre structure du capital et degré d'internationalisation en prenant le cas des firmes chinoises cotées. Ils arrivent à montrer que l'effet du degré d'internationalisation ne s'exprime que de manière liée avec les facteurs explicatifs de la structure du capital.

Des articles plus éloignés dans le temps que ceux évoqués jusqu'alors nous paraissent pertinents pour cette revue de littérature et notre approche que nous développerons par la suite. Albouy [2006] a une vision de la firme qui s'inscrit dans la mesure de la création de valeur en faisant état du fait que le coût des dettes financières est pris en compte dans le compte de résultat mais pas celui des fonds propres. Notons qu'il raisonne en fonds propres et non uniquement en capitaux propres stricto-sensu. Ces deux catégories sont similaires et se recouvrent partiellement mais les capitaux propres forment un ensemble plus restreint que celui des fonds propres. Pour Albouy, l'approche de la firme par la valeur nécessite la mesure de sa création de richesse en commençant par distinguer la rentabilité des capitaux investis et le coût du capital et surtout en offrant une mesure de ces deux grandeurs financières. Au-delà de Albouy, la littérature académique financière a identifié deux approches fondamentales de mesure de la valeur à partir des travaux de Rappaport [1986)] et ceux de Stewart [1991]. Rappaport s'appuie sur l'actualisation des free cash flows, comme le font également Copeland et al. [1990] ou encore plus récemment Maximin [2022]. Quant à Stewart sa conception de mesure de la valeur et de la richesse créée par une firme s'appuie sur l'EVA (*Economic Value Added*) et la MVA (*Market Value Added*), la première est originellement une notion économique et la seconde est

en matière de mathématiques financières la somme actualisée des EVA. Les travaux évoqués ci-dessus s'appuient sur une vision quantitative de la valorisation de la firme en ce qui concerne sa capacité à créer de la valeur, laquelle est ensuite distribuée sous forme de montants monétaires à ses actionnaires, ses obligataires et ses banquiers. Les indicateurs déterminés par ces méthodes s'appuient en partie sur des données comptables retraitées ou brutes, ce qui pose la question de la sincérité de celles-ci. Bien que le principe de sincérité soit un des principes immuables de la construction des états comptables, vu que le dirigeant d'entreprise est dans une situation d'asymétrie d'information qui lui est favorable il peut opérer des manipulations comptables ou introduire des biais qui vont favoriser les indicateurs (EVA, MVA, *free cash flows*) dans un sens maximisant son intérêt personnel. Mejri [2013] évoque le rôle des manipulations comptables à partir des libertés que laissent les règles comptables. Les dirigeants des firmes feraient selon Mejri des manipulations comptables opportunistes pour certaines et discrétionnaires pour d'autres, ces dernières révéleraient les informations privées dont ils disposent sur l'environnement économique présent et futur de la firme.

Avec cette revue de littérature nous avons pu voir plusieurs approches de la firme par la valeur qui essayent de lier la valorisation financière certes à des éléments financiers mais aussi à des éléments non financiers d'où le particularisme de cette revue de littérature ; en effet le plus souvent la quasi-totalité des revues de littérature en la matière ne se concentrent que sur des approches de la firme par la valeur qui sont prisonnières d'un usage parfois excessif des mathématiques financières ou encore de la notion comptable d'états financiers. Nous ne nions pas l'importance des mathématiques financières et la prise en compte des états comptables, mais nous pensons que l'approche de la firme par son évaluation financière peut être vue au-delà de la vision de l'analyste financier ou de celle du mathématicien financier. Selon nous cette approche de la firme peut être pensée comme une véritable alternative aux approches contractualistes des théoriciens des coûts de transaction ou des contrats incomplets. Maximin [2022] la présente comme une alternative théorique non contractualiste pouvant permettre de répondre à la problématique de la coordination des actifs en situation de forte spécificité des actifs et donc comme une réponse théorique, mais aussi pragmatique à la présence de forts coûts de transaction. Le courant néo-institutionnel nous enseigne que la firme émerge en tant que réponse aux coûts de transaction très élevés en lien avec l'usage du système de prix du marché pour certaines transactions. Sur la base de ce principe une multitude de travaux ont été développés par notamment Williamson [1971], [1975], [1979], [1983], [1985], [1991], [1993], [1996] et al. Les auteurs néo-institutionnalistes voient la firme comme un arrangement

organisationnel dont le choix est lié au niveau de dépendance bilatérale et d'opportunisme contractuel en lien avec la transaction considérée et la spécificité des actifs concernés. L'approche par l'évaluation financière pourrait sur la base de la définition de la firme donnée dans l'introduction de cet article, voir la firme comme un ensemble dont chaque attribut serait une variable influençant son objectif final de création de valeur. Cet objectif final est atteint à l'aide de décisions prises par la firme lesquelles ne doivent pas être vues comme un moyen de contourner la spécificité des actifs, mais comme des solutions issues d'un programme d'optimisation dont le système de départ serait l'ensemble des attributs de la firme. L'apport ici est que ces solutions ne doivent pas simplement être vues comme le meilleur moyen d'améliorer les états financiers de la firme. Elles doivent être vues comme le meilleur moyen d'améliorer les états financiers de la firme et de répondre aux coûts de transaction en cas d'investissements nécessitant une forte spécificité des actifs (au sens de la théorie des coûts de transaction), ou en cas d'environnement risqué ou incertain. A partir du moment où la firme est vue comme un ensemble d'attributs pour créer de la valeur financière grâce à de la richesse économique, l'approche par l'évaluation financière de la firme est riche de possibilités théoriques qui offrent des solutions pertinentes pour faire face à la spécificité d'actif et selon nous c'est un apport important de cette approche ; bien qu'il soit trop souvent non considéré par les théoriciens de l'approche de la firme par son évaluation financière.

2 Méthodologie : Firme et réflexion sur l'approche par la valeur et l'évaluation financière

Notre méthodologie est ici purement théorique et s'appuie une définition de la firme à partir de laquelle nous nourrissons une réflexion sur l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière. La définition de la firme que nous proposons pour le présent article dès notre introduction laisse entendre clairement que dans l'approche par la valeur et l'évaluation financière, la firme a comme seul objectif de générer de la richesse économique afin d'être valorisée à partir de celle-ci. La firme est mue par des individus donc quelle que soit l'approche de la firme dans laquelle le chercheur inscrit ses travaux, il doit tenir compte de la dimension humaine et spécifier les attributs qu'il accorde à l'individu dans ses travaux. Présentement et sur la base de notre définition de la firme nous estimons que l'individu est doté d'une rationalité qui lui permet d'appréhender les mécanismes des marchés et ce qu'il s'agisse du marché des biens et services, du marché des capitaux ou du marché du travail. L'individu qui nous intéresse ici est le dirigeant de la firme car dès lors que la firme est vue comme un ensemble d'attributs pour générer de la richesse économique, la coordination de ces différents attributs se fait sous le couple hiérarchie-autorité. L'importance de la hiérarchie et de l'autorité dans la gestion d'une

firmes est mise en évidence par plusieurs théoriciens Coase [1937], Maximin [2022]. L'émergence de la firme comme montré par les théoriciens du courant néo-institutionnaliste est une réponse aux coûts de transaction prohibitifs en lien avec la recherche de tous les prix pertinents dans le cadre d'une activité économique et commerciale. Il apparaît factuellement que la firme permet de réduire ces coûts en agglomérant de manière coordonnée et structurée des compétences, des relations sociales, des facteurs de production et des moyens financiers qui sont selon nous autant de ses attributs. La firme s'appuie en interne non pas sur le mécanisme de prix du marché mais sur le couple hiérarchie-autorité pour assurer la coordination. A l'intérieur de la firme, les transactions de marché laissent la place à l'entrepreneur-coordonateur. Pour Maximin [2022], « La firme représente un acteur du jeu économique dans lequel prévaut l'usage d'un pouvoir d'autorité pour établir une coordination des individus et des actions à travers le lien de subordination (existence d'une hiérarchie) que le contrat de travail introduit entre l'employeur (entrepreneur) et l'employé »¹.

Les éléments théoriques évoqués ci-dessus justifient notre choix d'accorder en priorité de l'importance à l'individu dirigeant la firme dans le cadre de notre vision de l'approche par la valeur. De manière complémentaire sur le plan théorique nous pouvons dire que : « L'approche par la Valeur de la firme s'appuie sur la microéconomie de la firme avec une importance forte accordée à l'individu, à la pertinence de sa rationalité et à l'efficacité des marchés notamment grâce à une information totale et symétrique. Cette approche a gagné en pertinence à cause de l'émergence dans le système économique de la firme managériale, c'est-à-dire une firme dans laquelle le dirigeant n'est pas le propriétaire. La firme managériale implique que l'approche par la Valeur de la firme et des relations inter-firmes révèlent certaines caractéristiques d'essence contractualiste à travers la Théorie de l'Agence. En effet si une définition de base de l'approche par la Valeur consiste à dire qu'il s'agit pour le dirigeant de maximiser la valeur de la firme pour l'actionnaire-propriétaire ; alors le dirigeant et l'actionnaire sont dans une relation de Principal-Agent qui engendre des coûts d'agence et nécessite des incitations » Maximin [2022]. Nous avons vu jusqu'alors conceptuellement la firme à travers deux définitions de celle-ci. Maintenant nous donnons notre définition de l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière en reprenant celle de Maximin [2022], « De manière précise nous dirons que l'approche de la firme par la Valeur est une approche par laquelle sont recherchés le contrôle et la maximisation de la valorisation de la firme pour les porteurs de capitaux propres

¹ Maximin [2022] : Les formes organisationnelles hybrides dans le secteur des télécommunications et des nouvelles technologies, thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université des Antilles

(actionnaires) et c'est sur la base de la valorisation réalisée ou espérée ainsi que des résultats financiers que sont jugées la pertinence des décisions prises et l'utilité des investissements qu'ils relèvent d'actifs spécifiques ou non. » Cette définition de l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière laisse à penser que dans une pareille approche, le dirigeant prend la décision d'investir en prenant en compte la rentabilité ou plus précisément l'espérance de rentabilité des capitaux propres investis. Les investissements possibles sont classés et sélectionnés par le dirigeant toutes choses égales par ailleurs selon des valeurs cardinales, en l'occurrence celles de leur rentabilité espérée respective. Il faut maintenant porter notre attention sur le principe de maximisation de la valeur.

Selon Maximin [2022] « La maximisation de la valeur consiste à mettre en évidence et à sélectionner les stratégies opérationnelles à même de répondre au mieux aux problèmes organisationnels et de concurrence que la firme peut rencontrer. La référence qui fonde l'arbitrage du dirigeant est l'espérance de rentabilité de la stratégie opérationnelle concernée. Cependant il ne s'agit pas avec l'approche par la Valeur de se situer dans une logique de benchmarking mais de first-best. Le but n'est pas pour la firme d'aligner strictement ses stratégies opérationnelles sur celles de ses concurrents mais de mettre en pratique celles qui la conduiront au meilleur résultat. Le meilleur résultat est celui qui satisfait à la contrainte de rentabilité exigée par les apporteurs de capitaux tout en nécessitant le coût de financement le plus faible possible. La méthodologie la plus répandue pour l'analyse de la firme et des transactions par la valeur repose sur les travaux de Tom Copeland, Tim Koller et Jack Murrin [1990]. Cette méthodologie s'appuie sur l'actualisation des *free cash-flows* futurs au coût du capital. La logique financière sous-jacente à cette méthodologie réside dans le fait que tout investissement peut voir évaluer sa pertinence au regard des disponibilités financières, qu'il permet aux investisseurs d'obtenir au cours d'une certaine période. En conséquence les *free cash-flows* actualisés sont un bon indicateur pour la quantification de la valeur créée. » De plus toujours selon Maximin [2022] : « L'approche par la Valeur permet la prise en compte des économies fiscales qui peuvent encourager la firme à entreprendre un projet risqué. En effet le coût financier d'une partie des coûts des prêts d'investissements peut être déduit des résultats [...]. La méthodologie d'analyse qui fonde l'essentiel du corpus de l'approche par la Valeur nécessite des analyses prévisionnelles sur les *cash-flows* futurs et l'utilisation d'un taux d'actualisation ainsi que l'utilisation de la valeur de continuation. La valeur totale d'une firme est supposée correspondre au pool de ressources financières issues des actionnaires et des prêteurs. L'approche par la Valeur considère que toutes les ressources sont utilisées

simultanément à la réalisation des activités. Il faut donc après le calcul de la valeur totale soustraire du montant obtenu la valeur de la dette pour obtenir la valeur pour les actionnaires. Autrement dit dans une approche par la Valeur ; établir la valeur totale permettra d'obtenir une mesure des *free cash-flows* indépendante des flux financiers liés à l'endettement. Les *free cash-flows* futurs peuvent être prévus sous une période de cinq à huit ans dans le cadre des *business plans*, au-delà la précision des prévisions devient douteuse. La prévisibilité des *free cash-flows* de manière technique nécessite la détermination d'un taux d'actualisation approprié mais aussi la mesure du coût de chaque source de financement et de leur part dans le pool des ressources financières. Ceci est tout à fait cohérent avec le fait que la valeur pour l'actionnaire-proprétaire s'obtient après défalcation de la valeur de la dette dans la valeur totale. [...]. L'approche par la Valeur et ses procédés en permettant d'avoir une valeur cardinale du choix alternatif donne la garantie que les décisions d'investissements seront prises sur la base de critères objectifs. De manière précise, le taux d'actualisation évoqué sera la résultante du coût moyen pondéré du capital qui représente le coût d'opportunité des ressources financières utilisées par la firme pour faire face à ses activités. Le coût moyen pondéré du capital qui à terme correspondra au taux d'actualisation peut être vu comme le coût de chaque ressource en fonction de leurs poids respectifs dans la composition du pool de ressources financières de la firme ».

A la différence de Maximin [2022] qui présente la théorie de la firme par la valeur comme une alternative aux approches contractualistes théoriquement prépondérantes dans ses travaux, ici nous utilisons la partie des travaux de ce chercheur sur l'approche financière de la firme car ils sont en accord avec la définition de la firme donnée dans l'introduction de cet article. La firme telle que définie dans notre introduction peut aussi bien être pilotée par un dirigeant salarié ou un dirigeant propriétaire, il n'en reste pas moins que cette approche de la firme considère la firme par sa capacité à générer de la valeur pour les actionnaires. En partant du principe que tout investissement nécessite une dépense en capital, un des éléments clef de l'analyse de la valeur générée par une firme est donc le coût moyen pondéré du capital et le calcul des coûts de chacune des ressources majeures de la firme. Ainsi les calculs en matière de coûts financiers ou capitalistiques sont déterminants dans une approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière.

La méthodologie utilisée par Maximin [2022] est reprise ici, à ce titre il convient de dire : « Nous devons avant de mettre en exergue des éléments sur le calcul du coût moyen pondéré du capital expliciter les déterminants du coût pour chacune des ressources majeures. Si nous supposons que les ressources financières majeures d'une firme sont l'endettement et les fonds

propres, il devient aisé de donner les déterminants du coût de ces ressources. Le coût de l'endettement dépend du taux d'intérêt réel augmenté du taux d'inflation moyen anticipé pour la période. Au taux nominal ainsi obtenu le prêteur ajoute une prime de risque. Cette prime de risque est mesurée par les *spreads* de taux qui représentent l'écart entre le taux demandé à un emprunteur jugé sans risque (Etat) et celui que le prêteur demande à un emprunteur dont le risque de défaillance est plus important. De manière formelle, nous dirons qu'un spread de taux représente l'espérance mathématique de la probabilité de défaut d'un emprunteur. Il s'ensuit que plus la probabilité de défaut est importante plus la prime de risque sera élevée et donc plus l'endettement sera une ressource coûteuse. Le coût des capitaux propres est plus élevé que le coût de l'endettement pour une somme donnée. Ce surcoût des capitaux propres par rapport à l'endettement s'explique pour plusieurs raisons. D'abord en cas de difficultés les actionnaires ne sont remboursés qu'après que les créanciers l'aient été en totalité ce qui est rarissime. Ensuite, les actionnaires subissent la variabilité des résultats de la firme or c'est à partir des résultats de la firme que sont fixés le montant des dividendes ordinaires et spéciaux qui rémunèrent les apporteurs de capitaux propres. En conséquence les revenus des actionnaires sont aléatoires. Le risque qu'ils prennent en investissant dans la firme étant plus élevé à somme égale et à qualité financière comparable, les apporteurs de capitaux propres exigeront une prime de risque plus forte mais surtout un taux de rentabilité plus élevé que les prêteurs. Les différents déterminants du coût des ressources financières de la firme nécessitent qu'un équilibre soit trouvé entre endettement et capitaux propres ; d'où l'importance du coût moyen pondéré du capital comme indicateur de cet équilibre et déterminant du taux d'actualisation des *free cash-flows* futurs. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) doit être inférieur à la rentabilité économique de la firme pour qu'il y ait création de valeur. La phrase précédente signifie que dans le cadre de l'approche par la Valeur tout investissement de la firme conduisant à mobiliser des ressources engendrant un coût moyen pondéré du capital anticipé comme supérieur à la rentabilité économique de l'investissement concerné sera rejeté indépendamment du fait qu'il concerne des actifs spécifiques ou pas.

Les lignes précédentes font état des éléments concernant la détermination du coût de chaque ressource financière. Il s'agit maintenant d'opérer les pondérations de chaque ressource pour les intégrer par la suite dans une moyenne. Ces pondérations traduisent la composition du pool de ressources. La méthodologie utilisée dans le cadre de l'approche par la Valeur prône la détermination de la structure cible. Notre définition de cette notion est la suivante : *la structure cible correspond à une structuration du capital de la firme de telle sorte à ce que les*

transactions menées le soient avec un coût moyen pondéré du capital qui soit minimum compte tenu du secteur d'activité et des attributs des transactions. Notre définition fait ressortir plusieurs aspects. D'abord la structure cible est différente en fonction du type de transaction et du secteur d'activité. Nous pouvons donc supposer qu'un investissement nécessitant des transactions encadrant des actifs spécifiques pour un secteur donné ne conduira pas à la même structuration du capital de la firme ou de sa division, qu'un investissement aux attributs peu spécifiques même s'il a lieu dans un secteur identique. Ensuite le fait que la structuration du capital de la firme soit liée au secteur, au type d'activité, ainsi qu'aux actifs échangés dans les transactions laisse entendre que des investissements concernant des projets risqués et spécifiques se feront avec une structure du capital donnant la priorité à l'endettement. En effet, les capitaux et fonds propres nécessitent une rentabilité plus forte que l'endettement comme nous l'avons vu précédemment. Dès lors dans le cadre d'un projet économique portant sur des actifs spécifiques, il vaudrait mieux assurer un financement par endettement car la rentabilité nécessaire pour viabiliser le projet est plus faible. De plus le financement par endettement permet de réaliser des économies fiscales ; ceci grâce à la déductibilité d'une partie de la valeur des intérêts du calcul de l'impôt sur les bénéfices. Le financement des projets spécifiques par endettement semble offrir une double protection à la firme. La première est celle d'une exigence de rentabilité moins forte qu'en cas de financement par capitaux propres. La seconde protection est celle offerte par les économies fiscales². »

3 Discussion : Le coût moyen pondéré du capital, un élément clef de la prise de décision d'investissement

3.1 Coût moyen pondéré du capital et approche de la firme par l'évaluation financière comme alternative théorique crédible

Pour que l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière soit théoriquement considérée comme une alternative possible aux approches traditionnelles de la firme (approche néoclassique, approche néo-institutionnelle), il faut qu'elle ait un critère de décision objectif. L'approche néoclassique a le signal prix, lequel est traité par la rationalité des agents, l'approche néo-institutionnelle a le niveau des coûts de transaction et l'état de l'art en matière d'environnement institutionnel. L'approche par la valeur quant à elle peut s'appuyer sur le coût moyen pondéré du capital (CMPC) comme le montre les auteurs de la revue de littérature de

² Maximin, G. (2022) : « Les formes organisationnelles hybrides dans le secteur des télécommunications et des nouvelles technologies » Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université des Antilles

notre première section. Pour Maximin [2022] le calcul du CMPC permet d'obtenir une donnée finale objective, quantifiable à partir de données sélectionnées en entrée de processus et graphiquement représentable. Le CMPC s'apparente donc à un prix qui contient toute l'information nécessaire pour que l'agent économique (le dirigeant ou le dirigeant-proprétaire) prenne la décision d'investir ou non. Pour nous la décision la plus importante de la firme est celle de l'investissement car c'est l'investissement qui lui permet d'éviter l'obsolescence de son capital technique (investissement de remplacement), c'est aussi lui qui permet d'améliorer les capacités productives de ce capital technique (investissement de capacité), enfin c'est l'investissement qui permet à la firme d'intégrer le progrès technique (investissement de rationalisation/modernisation). L'investissement peut aussi se faire pour une firme sous des aspects purement financiers, ou en lien avec le capital humain mais dans tous les cas évoqués ci-dessus, l'investissement à un coût qui nécessite un financement soit par capitaux propres, soit par endettement ou par un mix des deux, voilà pourquoi selon nous le CMPC est l'élément clef de la décision d'investir.

Maximin [2022] offre un cadre théorique algébrique de calcul du CMPC sur la base du calcul du coût des ressources nécessaires. Nous reprenons cet exemple ci-après : « Soit deux types d'investisseurs possibles dans une firme ou un projet économique, les actionnaires et les obligataires qui détiennent respectivement des capitaux propres sous forme d'actions et de la dette sous forme d'obligations. Le coût de recours aux actionnaires est noté k et celui du recours aux obligataires se note i . k est toujours supérieur à i . Cependant, l'endettement crée une contrainte légale et financière sur une partie des ressources de la firme à savoir le remboursement du principal et des intérêts. Cette contrainte augmente le risque de défaillance. Ce risque de défaillance peut être analysé à travers le poids de l'effet de levier. En effet les valeurs prises par k et i vont augmenter avec le ratio dette sur fonds propres. Si nous notons les obligations O et les actions A nous pouvons écrire la relation fonctionnelle qui existe entre les coûts des ressources financières et une structure du capital optimale telle que : $CMPC = f(i, k, O, A)$ qui est une fonction définie sur un intervalle $[0; +\infty[$ La structure du capital de la firme sera optimale pour les valeurs pour lesquelles la fonction ci-dessus atteint son extremum minimum. A partir des dérivées nous obtenons de manière analytique.

Dérivées premières

1

$$\frac{\partial f(i, k, O, A)}{\partial i} < 0$$

$$\frac{\partial f(i, k, O, A)}{\partial k} > 0$$

Dérivées secondes

2

$$\frac{\partial^2 f(i, K, O, A)}{\partial^2 i} > 0$$

$$\frac{\partial^2 f(i, K, O, A)}{\partial^2 k} > 0$$

A partir des dérivées nous voyons qu'un financement uniquement sur fonds propres est très coûteux ; tandis qu'un financement combinant l'endettement aux fonds propres crée une décroissance du coût moyen pondéré du capital. Cette décroissance s'explique parce que l'endettement est structurellement moins coûteux que le recours aux capitaux/fonds propres. Néanmoins par la suite, le coût moyen pondéré du capital redevient croissant à cause de l'augmentation du risque de défaillance qui a pour origine l'augmentation de l'effet de levier ; laquelle est liée à une part plus importante de la dette dans la structure du capital. De plus nous devons faire intervenir dans la fonction du coût moyen pondéré du capital, les économies fiscales pouvant être faites en cas de financement de l'activité par l'endettement. Les économies fiscales sont telles que le coût final de la dette s'écrit : $CFD = i(1 - t)$ avec i le taux d'intérêt chargé sur la dette et t le taux d'imposition sur les bénéfices. La fonction s'écrit alors : $CMPC = f(i, k, O, A, t)$ qui est définie sur l'intervalle $[0; +\infty]$.

Par rapport à la variable nouvelle les dérivées s'écrivent :

Dérivée première et dérivée seconde

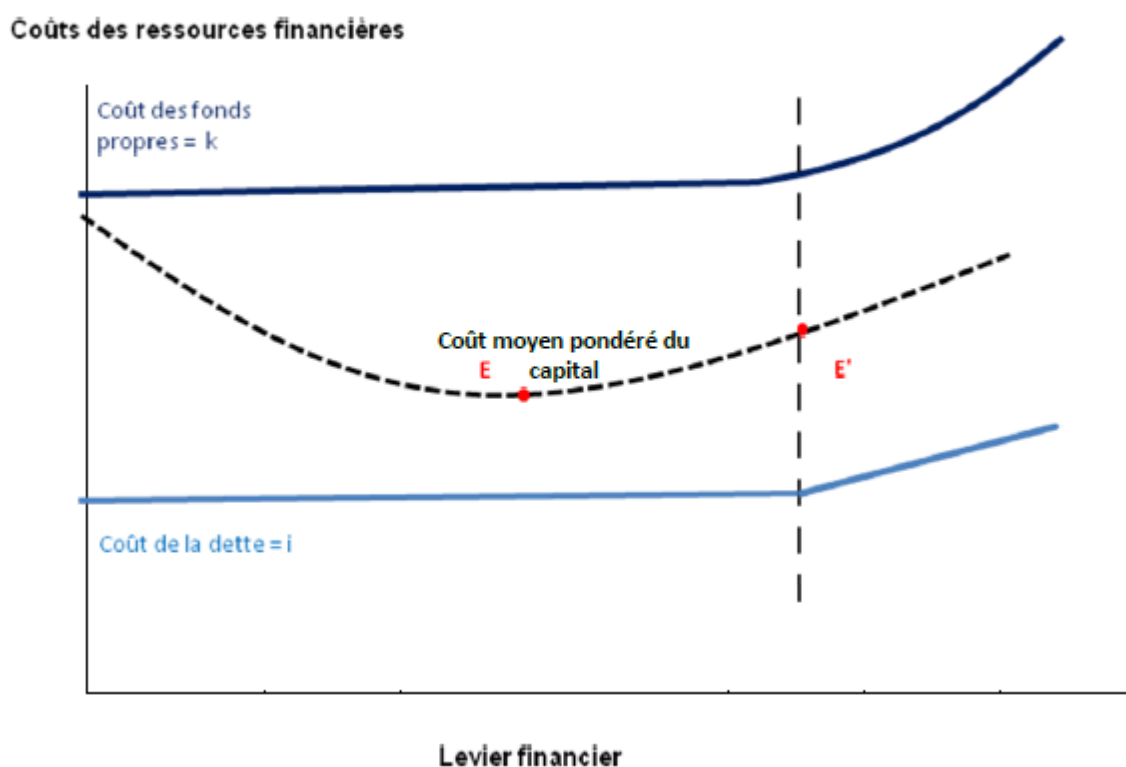
3

$$\frac{\partial f(i, k, O, A, t)}{\partial t} < 0$$

$$\frac{\partial^2 f(i, k, O, A, t)}{\partial^2 t} < 0$$

La figure ci-dessous met en exergue la détermination d'une structure optimale du capital³ :

Figure7 : Structure financière optimale du capital de la firme



Source : Figure extraite de Maximin [2022], elle reprend la numérotation du texte originelle.

La figure 7 fait apparaître deux points d'équilibre le premier correspond à un coût moyen pondéré du capital minimum. Le second correspond à un coût moyen pondéré du capital qui correspond au début d'un accroissement dangereux de l'effet de levier. Nous voyons que le dirigeant dispose d'une marge de manœuvre pour augmenter l'effet de levier de ses

³ Cette figure fait partie de la citation et sa numérotation correspond à celle de l'auteur dont elle est reprise à savoir Maximin [2022]

investissements au-delà du premier point d'équilibre. Sur la figure cette marge de manœuvre correspond à la distance $\overline{EE'}$. En somme E' matérialise le coût moyen pondéré du capital qui reflète une structure financière dans laquelle tout accroissement de l'endettement entraîne un risque très fort de faillite. En fait le second point d'équilibre noté E' correspond à un optimum de second rang.

Le dernier élément que nous devons aborder pour achever la présentation de l'approche par la Valeur et de sa méthodologie s'appelle la valeur de continuation. Une fois le concept de valeur de continuation explicité nous pourrions alors nous projeter dans une étude de cas concernant un arbitrage sur des investissements spécifiques à partir de l'approche par la Valeur. La prévisibilité des *free cash-flows* pose un problème au-delà d'une durée de cinq à huit ans ne serait-ce qu'à cause des cycles économiques ou des cycles de vie des produits de plus en plus courts à cause de l'innovation rapide. Il y a aussi les mutations concurrentielles et les changements réglementaires qui tous deux entraînent de profondes modifications de l'environnement économique. La valeur de continuation est une mesure financière qui permet de prolonger l'analyse de la création de valeur en matière de *free cash-flows* sur un horizon quasi-infini. Cette prolongation est possible par ajout d'un taux de croissance unique au *free cash-flow* final de l'horizon de visibilité du business plan concerné. La formule de la valeur de continuation est la suivante :

$$VC = \frac{FCF(1 - g)}{c - g} \quad 4 \quad \text{Où } g \text{ correspond à :}$$

5

$$g = \frac{FCF_N - FCF_{N-1}}{FCF_{N-1}}$$

FCF correspond au *free cash-flow* de la dernière année comprise dans le business plan, g et c sont respectivement le taux de croissance du *free cash-flow* fixé en fonction des exigences de rentabilité et le coût moyen pondéré du capital.

Compte tenu que le *free cash-flow* est égal au résultat opérationnel après impôts moins l'investissement et en assimilant g au taux d'investissement nous pouvons écrire :

$$VC = \frac{ROAI(1-g)}{c-gr} \quad 6$$

L'élément nouveau dans cette réécriture de la valeur de continuation est r qui correspond au supplément de résultat engendré par les investissements nouveaux. Ce supplément se calcule donc au taux r qui approxime la rentabilité opérationnelle sur les actifs (ROA). »

Après cette longue citation nous allons maintenant apporter une précision mathématique puis introduire des éléments complémentaires et nouveaux par rapport aux travaux cités ci-dessus. La fonction du CMPC est définie sur un intervalle $[0; +\infty[$ ce qui est cohérent puisque dans la réalité économique, les valeurs des variables considérées ne sont quasiment jamais négatives et théoriquement n'ont pas de limites positives. Il est dit que la structure optimale du capital nécessaire pour un investissement se détermine à partir de l'extremum minimum de la fonction du CMPC. Stricto-sensu mathématiquement le minimum d'une fonction se trouve où la dérivée est nulle et la dérivée seconde strictement positive. Il y a donc une incohérence entre le signe de la dérivée proposée par l'auteur pour la variable *intérêt* et l'intervalle de définition de sa fonction du CMPC. Un élément de compréhension consisterait à penser que l'auteur a posé une hypothèse implicite qui est celle de la prise en compte des économies fiscales possibles sur la base du coût du prêt et donc du niveau de l'intérêt. Dès lors effectivement dans un premier temps plus le taux d'intérêt augmente plus le coût du capital diminue. Par la suite il propose une fonction du CMPC qui a comme une de ses variables les économies fiscales possibles à travers le taux d'imposition de la firme ; mais là encore une incohérence mathématique subsiste.

3.2 Coût moyen pondéré du capital et pouvoir de négociation financière

Le théoricien (Maximin 2022) dit que le choix d'un investissement en ayant comme déterminant principal le CMPC nécessite une structure optimale du capital. Pour cela il propose de calculer l'extremum minimum de la fonction du CMPC mais l'extremum minimum d'une fonction définie dans le corps des réels s'obtient pour une dérivée première nulle et une dérivée seconde strictement positive, ce qui n'est pas le cas dans l'écriture proposée par Maximin [2022]. Nous allons tenter ici de proposer une nouvelle écriture de la fonction du coût moyen pondéré du capital et voir les impacts qu'elle implique sur le plan théorique.

Nous réécrivons la fonction finale du CMPC initialement proposée telle que cette fonction soit dorénavant définie sur un intervalle $] - \infty; +\infty[$ avec :

$$\text{Fonction CMPC} ==> f(i, k, O, A, t) \quad 7$$

Le nouvel intervalle proposé réglerait l'incohérence concernant la négativité de la dérivée première par rapport à l'intérêt noté i si l'extremum minimum d'une fonction définie dans le corps des réels tolérât une dérivée première négative mais ce n'est pas le cas. Si nous gardons l'hypothèse que la structure optimale du capital est celle qui génère le coût moyen pondéré du capital minimal par rapport à l'intérêt, alors il faut donc accepter en toute rigueur mathématique que :

$$\frac{\partial f(i, k, O, A, t)}{\partial i} = 0 \quad 8$$

En pareil cas les implications théoriques sont changées car la finance nous enseigne que toutes choses égales par ailleurs plus le taux d'intérêt augmente plus le coût moyen pondéré du capital augmente donc l'augmentation de la variable taux d'intérêt pousse la fonction du CMPC vers son extremum maximum et non vers son extremum minimum. La conclusion de l'Maximin [2022] sur le fait qu'un financement par endettement est toujours moins coûteux qu'un financement par capitaux propres est invalidée et ce même en prenant en compte les économies fiscales. La solution selon nous passe par la prise en compte du taux sans risque (TSR) et ce de manière associée avec la qualité de la notation financière de l'emprunteur et le pouvoir de négociation qu'elle lui confère vis-à-vis des apporteurs externes de capitaux que sont les banques ou les obligataires.

Nous posons désormais comme élément théorique que la structure optimale du capital dépend du pouvoir de négociation (PN) financière de la firme que nous notons tel que :

$$PN ==> y(NF) \quad \text{où } NF \text{ est la variable notation financière de la firme. La fonction}$$

PN a pour dérivée première et seconde :

$$\frac{\partial y(NF)}{\partial NF} > 0 \text{ et } \frac{\partial^2 y(NF)}{\partial^2 NF} > 0 \quad 9$$

Grâce aux dérivées ci-dessus nous comprenons que plus la notation financière augmente (s'améliore) plus la firme détient un pouvoir de négociation fort sur ses créanciers extérieurs et plus elle est en mesure d'en obtenir un taux d'intérêt faible pour un investissement donné.

Toutes choses égales par ailleurs, nous posons le taux d'intérêt auquel la firme emprunte comme une variable dépendante de la notation financière de la firme et résultante de la qualité de celle-ci. Le niveau du taux d'intérêt égale zéro ou approximativement le taux sans risque (TSR) quand la fonction de notation financière atteint son extremum maximum. Il y a donc une corrélation négative entre la notation financière de la firme et le taux d'intérêt auquel elle emprunte.

Nous pouvons réécrire une nouvelle fois la fonction du CMPC en supprimant la variable « économies fiscales » matérialisée par t (taux d'imposition de la firme) et ce en adoptant une fonction composée qui comprend implicitement le taux d'intérêt à travers la fonction $y(NF)$ et ce selon la logique décrite ci-dessus. Nous obtenons donc :

$$CMPC ==> f(CMPC) ==> (f \circ y)(k, O, A)_{10}$$

Dès lors l'incohérence relevée entre les aspects mathématiques et théoriques est supprimée. Nous pouvons reformuler le point de vue de l'Maximin [2022] en disant que le financement des projets par endettement est toutes choses égales par ailleurs moins coûteux pour la firme, si elle détient une bonne notation financière de laquelle elle tire un pouvoir de négociation lui permettant de convaincre ses créanciers extérieurs de baisser le taux d'intérêt pour lequel ils seraient d'accord à lui accorder un financement.

Pour clore cette partie, nous verrons quels sont les apports théoriques de l'approche de la firme par la valeur et son évaluation financière par rapport à la théorie néoclassique ou au corpus néo-institutionnelle. Après prise en compte de nos apports ci-dessus, il apparaît évident que le taux de rendement interne (TRI) doit correspondre a minima au coût moyen pondéré du capital. Dans le cas contraire où le TRI serait inférieur au taux du CMPC alors l'effet de levier attendu du recours à l'emprunt se transformera en effet de massue. Le fait que la détermination du CMPC et de la valeur de continuation donne des valeurs cardinales est un élément distinctif intéressant de cette approche. La décision d'investissement prise sur la base de valeurs cardinales obtenues à partir des sources de financement de la firme permet une classification des investissements, laquelle se fait ici sur la base du CMPC. De plus ici la firme ne fera pas un investissement sans avoir des éléments objectifs sur sa rentabilité et le soutien de ses créanciers. Dans la théorie néoclassique la firme s'appuie uniquement sur le système de prix pour récupérer l'information pertinente pour décider d'investir et optimiser sa fonction de production. Cette vision très centrée sur le signal-prix est invalidée par l'existence comme l'a

montrée Simon [1951], [1955], [1959], [1962], [1969], [1982], [1991], [1993] d'une rationalité limitée. La rationalité limitée part du postulat qu'à cause des capacités neuronales limitées des individus et du coût de la recherche de la solution optimale de premier rang, les individus font souvent des choix satisfaisants pour eux mais pas forcément optimaux. Il en est de même pour la firme qui est mue par des individus et qui par conséquent subit leur rationalité limitée. L'excédent de l'information utile par rapport à l'information appropriable rend la vision néoclassique incomplète. Les travaux néoclassiques récents en faisant souvent appel à une formalisation mathématique excessive tentent de compenser l'écueil venant du concept d'*homo economicus* appliqué au dirigeant d'entreprise. Quant à la théorie néo-institutionnelle, le plus souvent la firme n'est qu'un arrangement organisationnel parmi d'autres pour mener une transaction ou un investissement. Elle devient la solution à privilégier dès lors qu'il y a une très forte spécificité des actifs. Avec la définition de la firme que nous avons donné dès notre introduction et en reconnaissant une certaine limite à la pertinence du système de prix en vigueur sur le marché et en nous plaçant dans une logique de rationalité limitée, notre approche de la firme par la valeur financière de celle-ci et de ses choix reconnaît la prévalence d'une situation d'ignorance au sein de l'environnement économique. Le recours au CMPC comme critère discriminant dans le cadre de solutions de financement combinant financement par capitaux propres et par endettement donne au décideur un critère objectif, chiffré et lui permettant de faire un classement cardinal des investissements. La décision se veut ici optimale car prise sous contrainte du CMPC avec pour objectif final la maximisation des *free cash-flows*. Nous supposons que la firme supporte seule les coûts de l'investissement donc l'opportunisme contractuel des partenaires de la firme n'intervient pas ici alors que c'est un élément qui est récurrent dans les travaux de Williamson et de la Nouvelle Economie Institutionnelle.

Conclusion

La réponse à notre problématique est que l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière peut être comprise au-delà de l'analyse des états financiers et comptables de la firme, c'est pour cela que nous n'avons pas insisté sur l'aspect comptable. Le coût moyen pondéré du capital tel que nous le proposons dans notre développement en plus d'être un critère discriminant pour la sélection des investissements s'avère aussi être un moyen de coordination des activités de la firme pour atteindre son objectif de maximisation des *free cash flows*. La firme en tant qu'ensemble d'attributs destinés à créer de la valeur doit être guidée dans ses choix d'investissements par le CMPC mais ceci dans le cas où elle a un fort pouvoir de négociation vis-à-vis de ces créanciers extérieurs. Dans le cas contraire sa structure optimale du capital pour

financer ses investissements doit passer par une combinaison alliant l'usage de l'endettement et des capitaux propres ; mais en pareil cas le CMPC obtenu sera plus élevé que celui d'une firme ayant une très bonne notation financière et donc un pouvoir de négociation financière fort. L'usage de notre vision de l'approche de la firme par la valeur et l'évaluation financière permet théoriquement de remplacer le système de prix du marché spot pour décider des investissements et permet également en interne de régir la firme non pas par le couple hiérarchie-autorité comme défendu par la Nouvelle Economie Institutionnelle ; mais par le couple hiérarchie-recherche de la maximisation de la valeur.

Bibliographie

- ALBOUY, M. (2006). « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion*, 32 (160), 139-157
- AOUN, Z., KASBAOUI, T. (2022). « Budget et gouvernance d'entreprise : Une approche néo-institutionnelle », *Alternatives Managériales Economiques*, 4 (3)
- BELAOUNIA, S., FOUQUAU, J. (2015). « Internationalisation et structure du capital : une application aux entreprises chinoises cotées », *Finance Contrôle Stratégie*, 18(3)
- COASE, R. (1937). « The Nature of the Firm », *Economica*, 4 (16), 386-405
- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN J. (1990), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New-Jersey, Editions John WILEY & Sons
- FERRISWARA, D., SAYIDAH, N., BUNIARTO AGUS, E. (2022). « Do corporate governance, capital structure predict financial performance and firm value? (empirical study of Jakarta Islamic Index) », *Cogent Business & Management*, 9 (1)
- LAROUSSE, A., LAROUSSE, W. (2024). « Management de l'innovation et performance financière d'une multinationale : analyse de l'avantage concurrentiel durable – cas de Lafarge Holcim MA », *Finance & Finance Internationale*, 1 (28)
- MAXIMIN, G. (2022) : « Les formes organisationnelles hybrides dans le secteur des télécommunications et des nouvelles technologies » Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université des Antilles
- MEJRI, T. (2013) : *Le rôle des manipulations comptables dans la valorisation de la firme*, thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris XIII
- RAPPAPORT, A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, New York, Free Press
- SIMON, H. (1951). « A formal theory of the employment relationship », *Econometrica*, 19 (3), 293-305

- SIMON, H. (1955). « A Behavioral Model of Rational Choice » Quarterly Journal of Economics, 69 (1), 99-118
- SIMON, H. (1962). « The Architecture of Complexity », Proceedings of the American Philosophical Society, 106 (6), 467-482
- SIMON, H. (1979). « Information Processing, Models of Cognition », Annual Review Psychology, 30, 363-396
- SIMON, H. (1991). « Organization and Markets », Journal of Economic Perspectives, 5 (2), 25-44
- SIMON, H., VERA, A. (1993). « Situated Action: A Symbolic Interpretation », Cognitive Science, 17 (1), 7-48
- STEWART, B. (1991), The quest for value: A guide for senior managers, New-York, Harper Collins
- WILLIAMSON, O. (1971). « The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations », American Economic Review, 61 (2), 112-123
- WILLIAMSON, O. (1975). Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. New-York, Free Press
- WILLIAMSON, O. (1979). « Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations », Journal of Law and Economics, 22 (2), 233-261
- WILLIAMSON, O. (1983). « Credible commitments: Using hostages to support exchanges », American Economic Review, 73 (4), 519-540
- WILLIAMSON, O. (1985), The Economic Institutions of Capitalism. New-York, Free Press
- WILLIAMSON, O. (1991). « Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives », Administrative Science Quarterly, 36 (2), 269-296
- WILLIAMSON, O. (1993). « Transaction Cost Economics and Organization Theory », Industrial and Corporate Change, 2 (2), 107-156
- WILLIAMSON, O. (1996), The Mechanisms of Governance. New-York, Oxford University Press