

La rationalisation de la décision d'investir

PAR

PHILIPPE DE WOOT

Si, sur le plan national, l'investissement est une fonction de base du système économique général dont il est une des variables stratégiques essentielles, son importance sur le plan plus spécifique de l'entreprise apparaît dans la hiérarchie des fonctions du chef d'entreprise contemporain, dans laquelle il tend à prendre une place de plus en plus en vue.

Cette étude a pour objet d'exposer quelques principes généraux de rationalisation de la fonction d'investissement dans l'entreprise, tels qu'ils ressortent de la doctrine et de la pratique dans ce domaine : elle suggère quelques apports de la théorie économique à la gestion des entreprises. La décision d'investir, en effet, tend de plus en plus à être systématisée et à s'intégrer dans des plans de développement à long terme de l'entreprise.

Il ne s'agit donc pas d'examiner comment apparaissent sur le plan global les incitations à investir, mais bien de voir comment la décision elle-même peut être soumise à certaines techniques précises qui diminueraient le risque et l'incertitude.

La généralisation de ces techniques pourrait, à long terme, multiplier les occasions de saisir les incitations que le système économique présente au chef d'entreprise et lui donner une maîtrise plus grande sur celles-ci et même, dans la mesure où ces techniques impliqueraient la possibilité de projection sur des périodes plus longues, créer des incitations supplémentaires.

L'investissement sera entendu ici dans le sens large, comprenant non seulement des immobilisations matérielles et comptabilisées, mais également des dépenses moins tangibles, comme celles qui se rapportent à la formation du personnel, à l'établissement d'un bureau de recherches, d'un réseau de ventes, à la constitution d'une clientèle stable, d'une marque de fabrique...

Ces principes ne concernent pas uniquement les investissements à long terme dont les décisions sont relativement exceptionnelles, mais encore et surtout les investissements à moyen terme dont les décisions sont beaucoup plus fréquentes et plus proches des préoccupations normales du chef d'entreprise (c'est le cas des investissements de remplacement et de renouvellement plus ou moins continu).

I — RECHERCHE SYSTÉMATIQUE DES OCCASIONS D'INVESTIR

A. — Le point de départ d'une rationalisation du problème de l'investissement dans l'entreprise se trouve dans l'inventaire aussi complet que possible des occasions d'investissement. A la base de cet inventaire se trouve une recherche systématique orientée vers la découverte et la création de ces occasions.

Cette systématisation nécessite une politique fixée par la direction et une impulsion venant du sommet de la hiérarchie, afin de créer l'esprit inventif et la recherche incessante du développement de l'entreprise. Il s'agit d'une véritable organisation de l'expansion qui, dans l'entreprise contemporaine, tend à devenir une fonction spécifique. Certaines entreprises ont créé une « direction de l'expansion ». Beaucoup d'entreprises américaines ont une direction spécialisée dans les projets d'investissement.

Dans ce sens, divers moyens ont été mis au point et sont employés d'une façon croissante.

— Le plus important aujourd'hui est sans contredit la création d'un département de recherches orienté vers la création de produits nouveaux. L'innovation tend à devenir le résultat d'un effort de recherches organisé et généralement long et coûteux. Une des principales caractéristiques de la grande entreprise américaine d'aujourd'hui est le développement extraordinaire de la recherche scientifique. Cet effort alimente sans cesse l'entreprise en possibilités d'expansion et de transformation ⁽¹⁾.

— Le développement d'un bureau des méthodes actif, recherchant sans cesse les possibilités de réduction des coûts et

(1) Il n'est pas sans intérêt de signaler que c'est faute d'un effort suffisant dans ce sens que beaucoup d'entreprises européennes se trouvent aujourd'hui démunies des moyens de transformer leur production et d'innover malgré la nécessité de ce faire que provoque l'établissement d'un marché commun.

suyvant de façon continue les développements technologiques, doit être cité également.

— Les études de marché se généralisent aussi dans ce sens. Leur rôle est de suivre l'évolution des marchés à court, moyen et long terme, l'action de la concurrence, l'apparition de produits nouveaux ou de produits concurrents, l'allure de la conjoncture.

L'étude des marchés se fait d'une manière permanente; elle permet de déceler la direction que doivent prendre les recherches et, souvent, de découvrir des possibilités d'expansion pour l'entreprise.

— Enfin, les systèmes de suggestions provenant des plus petites unités d'œuvre de l'organisation tendent à se généraliser. Lorsqu'ils sont bien appliqués, ceux-ci permettent de déceler beaucoup d'améliorations possibles qui additionnées constituent de véritables occasions d'investissement de productivité.

B. — Les types d'investissements possibles que révélera cette recherche systématique sont ordinairement classés sous trois catégories distinctes impliquant des incitations, des résultats et des risques différents et nécessitant, par conséquent, une approche appropriée. Il peut être utile, avant d'aborder les problèmes de décision proprement dite, de distinguer clairement ces différences et d'en dégager les caractéristiques qui permettront de nuancer et d'adapter les méthodes exposées plus loin.

L'entreprise peut être confrontée avec des occasions de développement, de rationalisation ou de création.

— Les *investissements de développement* ou d'expansion, dont le but est d'accroître la capacité de production de l'entreprise dans sa ligne traditionnelle, seront généralement provoqués par un accroissement, jugé durable, de la demande.

Il faut mettre en évidence ici le rôle important de deux variables : le taux d'utilisation de l'appareil productif et le taux de profit de l'entreprise.

Dans la mesure où les productions s'accroissent d'une manière régulière, la firme atteindra l'équilibre de son système productif. L'investissement sera fonction de la différence entre la demande attendue et la demande qui peut être satisfaite avec les capacités existantes : c'est dire le rôle essentiel que joue dans cette perspective le taux d'utilisation de l'appareil productif.

Il faut remarquer d'ailleurs que les prévisions de la demande et l'utilisation courante du potentiel de production sont liées :

dans la mesure où les capacités ne sont utilisées que partiellement, l'opinion, quant à l'avenir, sera plutôt défavorable et pour peu que cette situation dure depuis longtemps, les chefs d'entreprise n'envisageront évidemment pas l'accroissement du potentiel de production ⁽²⁾.

Quant au profit, il semble être ici un élément majeur pour l'appréciation du caractère plus ou moins durable de cet accroissement de la demande.

« Un accroissement durable des profits totaux et un *ratio* de profit (profits/valeur du capital employé) suffisamment élevé produiront une dépense de capital d'un montant défini : ceci est une analyse comparativement statique. Sur un plan dynamique, l'incitation à maintenir un certain courant d'investissement sur une longue période, sera une fonction du taux d'accroissement des profits, de la régularité avec laquelle les profits croissent et du niveau des *ratios* de profit » ⁽³⁾.

— Pour les *investissements de rationalisation*, l'élément stratégique sera la structure des coûts. Une modification de cette structure peut rendre profitable ou même simplement nécessaire un investissement en équipement. Un changement dans le coût du travail ou un progrès technologique important en sont des cas fréquents.

L'incitation ici ne résultera généralement pas d'un profit accru et c'est ce qui différencie ce type d'investissement du précédent. Elle naîtra généralement au contraire d'une situation où les profits sont bas et où la réduction du prix de revient est devenue une nécessité vitale ⁽⁴⁾.

— Les *investissements d'innovation créant un produit neuf* ne reposant sur aucune base passée, comportent par conséquent un risque plus important. L'observation des pays industriellement plus avancés, la préparation minutieuse de l'étude préalable par les départements de recherches et d'expansion, la tendance générale de l'économie, peuvent néanmoins servir de base à une certaine rationalisation de la décision.

⁽²⁾ A. HANNEQUART, *Investissements et croissance économique* : recherche entreprise à l'initiative de l'Office belge pour l'Accroissement de la Productivité.

⁽³⁾ A. LAMFALUSSY, The Pattern of Growth in Belgian Manufacturing Industry, *Journal of Industrial Economics*, vol. VI, n° 2, p. 108.

⁽⁴⁾ A. LAMFALUSSY, *Op. cit.*

C. — A côté du classement des investissements par leur contenu même, il peut être nécessaire de les examiner en fonction d'autres critères qui mettent également en évidence les différences d'approches.

Par exemple, ils peuvent être étudiés :

1° en fonction de leur relation (agressive ou défensive) avec la concurrence, ce qui peut déterminer des degrés d'urgence différents;

2° selon l'incidence fiscale qui permet de distinguer :

a) les investissements entraînant l'achat de gros matériel nouveau ou la construction de bâtiments et dont le fisc n'autorise normalement pas l'amortissement dans l'année par prix de revient;

b) les investissements dont le fisc autorise normalement l'amortissement dans l'année, comme par exemple des modifications profondes de l'implantation des machines existantes, dépenses exceptionnellement importantes de publicité pour la marque, études approfondies et coûteuses concernant l'analyse du travail, les méthodes, etc...

La réaction du chef d'entreprise sera différente si l'investissement est déductible ou non du bénéfice de l'année;

3° selon leur aspect stratégique :

a) un investissement peut ou non contribuer à réduire les risques,

b) un investissement peut ou non contribuer à accroître le bien-être du personnel.

II — ESTIMATION DES RENDEMENTS ATTENDUS

Après avoir établi l'inventaire des investissements possibles, il faut tenter d'estimer le rendement que l'on peut attendre de chaque projet.

A. Méthodes d'approches

1. Méthode de la période maximum de remboursement

La règle de la période maximum de remboursement est

décrite par G. Terborgh⁽⁵⁾ comme « la plus populaire des formules de remplacement en usage », parmi les entrepreneurs. Son utilisation remonte si loin dans le temps que le procédé appartient au « folklore industriel ».

D'après cette méthode, il faut comparer la période effective de « remboursement » d'un investissement à une période maximum, utilisée comme critère de rentabilité.

Les évaluations nécessaires à une telle appréciation se ramènent, dans le détail, à celles effectuées pour le calcul du taux de rendement. On a :

— F1, les frais d'exploitation au cours de l'année suivante, si l'on maintient le matériel existant,

— F2, les frais d'exploitation correspondants si l'on met en œuvre le nouveau modèle,

— K, l'investissement initial net qui serait nécessaire pour le remplacement.

La période P, mesurée en années, nécessaire au remboursement de l'investissement initial net par l'économie annuelle de frais d'exploitation⁽⁶⁾ résulte de la formule suivante :

$$\frac{K}{F1 - F2} = P$$

L'appréciation des entrepreneurs repose sur la comparaison entre cette période effective P et une période P', appelée période maximum de remboursement ou période exigée de remboursement⁽⁷⁾. La longueur de P' est fixée à l'avance, à des valeurs très diverses selon les circonstances et les conditions particulières à chaque entreprise. On peut dire, pour fixer les idées, qu'elle est toujours très inférieure à la durée effective d'utilisation du matériel et plus encore, à la durée techniquement possible. La confrontation amène les entrepreneurs aux conclusions suivantes :

⁽⁵⁾ G. TERBORGH, *Dynamic Equipment Policy*, New-York, 1949, p. 187.

⁽⁶⁾ J. DEAN l'appelle *pay-out period* et G. TERBORGH *pay-off period*.

⁽⁷⁾ A. P. GROSSE et J. S. DUESENBERY, *Technological Change and Dynamic Models*, miméographié, Harvard Economic Research Project, pp.48-50; emploient pour distinguer les deux notions, les expressions suivantes : a) « période objective de remboursement », qui dépend de conditions techniques et économiques échappant à la volonté de l'entrepreneur et qui correspond ici à P, la période effective; b) « période subjective de remboursement », équivalent de P', la période exigée, et qui est un instrument de la politique des firmes.

— Si P est plus élevé que P', l'achat du nouvel équipement ne constitue pas une « occasion d'investissement ».

— Si P est plus petit ou égal à P', l'achat du nouvel équipement constitue une « occasion d'investissement ».

La durée de la période de remboursement semble être considérée par les entrepreneurs comme un bon indice de la rentabilité d'un investissement. C'est une méthode d'appréciation beaucoup plus répandue que le calcul du taux de rendement, préférence qui s'explique certainement par la plus grande simplicité de son application. Elle dispense de toute évaluation de charge annuelle en capital, toujours sujette à caution quelle que soit la formule d'amortissement employée.

Mais le concept de période de remboursement est essentiellement un concept de caisse ⁽⁸⁾ qui répond à une question très spécifique : dans combien de temps cette sortie de fonds fera-t-elle retour à la trésorerie de la firme ? La prendre en considération correspond à une politique de liquidité plus que de rentabilité.

Par elle-même cette méthode ne mesure pas la puissance de profit d'un projet au sens de rendement et n'est pas alors d'une très grande utilité pour la rationalisation de l'investissement ni pour l'élaboration d'un budget de financement.

De plus, pour les investissements à moyen terme, il n'existe pas de relation entre la période de remboursement et la rentabilité. On peut considérer, par exemple, deux occasions d'investir en équipement :

La machine A coûte 100.000 francs et rapportera 25.000 francs par an pendant 6 ans.

La machine B coûte également 100.000 francs, mais rapportera 25.000 francs par an pendant 10 ans.

Période de remboursement : $\frac{100.000}{25.000} = 4$ ans, mais à la fin de la période de remboursement la machine A n'aura plus que 2 ans de vie utile tandis que la machine B continuera à donner des revenus annuels de 25.000 francs pendant 6 ans.

On peut en conclure que, bien que leurs périodes de remboursement soient les mêmes, ces investissements ne sont pas également souhaitables pour l'entreprise.

(8) J. DEAN, *Managerial Economics*, New-York, 1951.

Il faut donc un autre critère : le rendement net de chaque projet d'investissement qui seul permettra de choisir rationnellement entre les différents projets.

Dans certains cas cependant la période de remboursement peut s'avérer utile. Par exemple, lorsque la trésorerie de l'entreprise est très limitée et que celle-ci ne veut ou ne peut pas emprunter.

2. Méthode des rendements nets

Cette méthode qui a été longuement développée par J. Dean semble être celle qui permet la rationalisation maximum de la décision d'investir.

Dans cette méthode, le mécanisme de la décision d'investir est démonté en différents stades :

1^o L'estimation du rendement brut des différents projets d'investissement, c'est-à-dire des bénéfices que produiront pendant leur durée prévue, les investissements projetés, après déduction du coût de production (matières, salaires, frais généraux et amortissements).

2^o L'estimation du coût des capitaux disponibles pour les différents projets, d'après les sources de ces capitaux.

3^o Calcul du rendement net de chaque projet, c'est-à-dire du rendement brut diminué du coût des capitaux.

4^o Décision proprement dite qui consiste à fixer un taux de rendement net minimum en dessous duquel les projets sont rejetés et au-dessus duquel ils sont acceptés.

Le classement des projets d'investissement d'après leur rendement net et l'adoption de ces projets jusqu'à concurrence d'un taux de rendement fixé par la direction constitue le budget d'investissement de l'entreprise.

3. Méthode de la valeur actuelle des rendements (*discount method*)

Cette méthode consiste à établir le rendement annuel calculé pendant la durée de vie de l'investissement et avant l'amortissement.

Le rendement annuel est ensuite ramené à une valeur actuelle (à la date du départ) et les valeurs actuelles cumulées doivent être au moins égales au montant dépensé pour l'investissement en cause.

L'actualisation combine l'échéancier des dépenses initiales (y compris les frais intercalaires) et l'échéancier des dépenses

(⁹) J. DEAN, *Op. cit.*

d'exploitation pour un objectif donné. Le choix portera sur la solution dont l'échéancier a la valeur minimum.

L'avantage de cette dernière méthode réside dans le fait qu'elle permet de tenir compte de divers éléments : dépenses en capitaux, montant des frais, rendements et *pay-out*.

4. Il existe une autre méthode qui, au lieu de se référer aux taux de rendement, compare uniquement les taux de coût par rapport à un plafond préalablement établi.

Cette méthode s'emploie assez fréquemment lorsque l'entreprise se voit obligée de remplacer du matériel devenu vétuste ou d'étendre son organisation pour des raisons impératives qui lui sont propres.

B. Bases d'estimation des rendements bruts

L'estimation du rendement brut, fondement de tout investissement rationnel est difficile à faire. On peut citer ici quelques voies d'approches possibles.

Il convient tout d'abord de distinguer encore les différents types d'investissements, chacun de ces types posant en fait des problèmes différents et déterminant, par là, des méthodes différentes.

1. Investissements de développement ou d'expansion

Ce type d'investissement est généralement provoqué par un accroissement, jugé durable, de la *demande*.

La décision repose donc entièrement sur les prévisions de vente. Tout le problème est donc de faire ces prévisions et d'en estimer la valeur.

Quelles sont les possibilités qui s'offrent dans ce domaine au dirigeant d'entreprise, pour l'aider à rationaliser sa décision d'investir ?

La théorie économique a établi une *courbe de demande* qui met en évidence la corrélation existant entre les prix et les quantités vendues. Elle a établi également qu'il fallait considérer, soit un déplacement le long d'une courbe de demande donnée, soit un déplacement de la courbe elle-même. Ce déplacement met en évidence une série d'autres facteurs aussi utiles à connaître pour

le dirigeant que le seul facteur prix. C'est ce que l'on appelle *la fonction de demande*.

Il n'y a pas de fonction de demande unique. Elle diffère d'industrie à industrie; elle diffère selon qu'il s'agit d'une demande à long terme ou à court terme, d'une demande totale ou partielle, dérivée ou autonome, etc...

L'essentiel est d'en établir une qui puisse alors servir de base à l'établissement des prévisions de demande.

La Société Dumont a établi par exemple que le nombre de postes de télévisions, vendus en un mois déterminé de 1951, était déterminé par un certain nombre de facteurs parmi lesquels : le prix fixé par la Société, le prix des concurrents, l'efficiencia de la publicité, le dessin du produit par rapport à ceux de la concurrence, le montant du pouvoir d'achat, les délais de paiements, les « attentes » des acheteurs en matière de TV en couleur et leurs estimations sur les effets que la guerre pourrait avoir sur les prix et la pénurie ⁽¹⁰⁾.

C'est ce qu'on appelle en terme très généraux une étude de marché. Mais ce type d'analyse reste encore relativement abstrait. Pour être utile au dirigeant, ces notions doivent être traduites en estimations quantitatives. Une analyse pragmatique a un objectif beaucoup plus limité que l'établissement d'une fonction de demande, par le fait même que, pour un objectif bien précis, la meilleure information naît d'une concentration de l'attention sur les quelques facteurs de demande qui sont déterminants pour cet objectif là.

Le problème se ramène alors à ne choisir, parmi les nombreux facteurs de demande, que les seuls qui soient variables, importants, mesurables, indépendants et dans certains cas contrôlables par la direction ⁽¹¹⁾.

En d'autres termes il importe d'adapter l'étude de marché à certains objectifs précis, de façon à la transformer en instrument de politique commerciale.

Parmi les techniques existant dans ce domaine, les deux principales sont l'enquête d'opinions, l'analyse de corrélation ⁽¹²⁾.

⁽¹⁰⁾ J. DEAN, *Op. cit.*, p. 146.

⁽¹¹⁾ J. DEAN, *Op. cit.*, p. 165.

⁽¹²⁾ Les statistiques internes de l'entreprise constituent évidemment la base première et immédiatement utilisable de toute étude de marché.

L'enquête d'opinions consiste essentiellement de demander aux consommateurs finaux — ou aux clients intermédiaires, s'il s'agit d'un bien de production — quels sont leurs plans d'achats. L'on travaille essentiellement sur échantillon et le problème consiste alors à bien l'établir, à bien interviewer ses composantes et à interpréter judicieusement les résultats, avec toute la marge d'erreur, qui peut entacher ce type d'approche. Une enquête faite par le *Survey Research Center* de l'Université de Michigan a estimé la demande nationale totale d'habitations, d'automobiles et de biens ménagers, pour un an, sur la base de 3.000 interviews personnels (13).

L'analyse de corrélation. Cette technique, basée sur l'analyse statistique, consiste à mettre en relations les ventes et d'autres grandeurs de l'économie, telles que le revenu. Le problème consiste à mesurer l'influence des variations de ces grandeurs sur les variations des ventes. Pour ce faire il faut trouver les facteurs influençant les ventes, mesurer leur degré de relation et choisir la fonction algébrique adéquate. Celle-ci peut être souvent linéaire, mais d'autres fonctions conviennent mieux dans certains cas.

La demande pour les automobiles a été estimée en employant une fonction hyperbolique simplifiée avec les variables indépendantes suivantes : revenu disponible, changement dans le revenu par rapport à l'année précédente, prix des automobiles et temps. La corrélation a été établie pour la période 1925-1940 et a donné la fonction :

$$Y = 2.8 \times 10^{-4} x_1^{2.5} x_2^{2.1} x_3^{-1.3} (0,985)^t$$

ou Y = les enregistrements de voitures par 1.000 ménages

x_1 = revenu disponible par ménage en monnaie de 1939

x_2 = revenu disponible par ménage en pourcentage du revenu de l'année précédente

x_3 = rapport de l'indice du prix des automobiles sur l'indice des prix de détail

t = l'année moins 1933.

Le coefficient de cette corrélation multiple était 0,98 (14).

(13) J. DEAN, *Op. cit.*, p. 167.

(14) Cité par J. DEAN, *Op. cit.*, p. 215.

2. Investissements de rationalisation⁽¹⁵⁾

Ce type d'investissements concerne le remplacement ou l'amélioration de l'équipement productif qui sera généralement rendu nécessaire par une diminution actuelle ou attendue des profits de l'entreprise.

La décision repose surtout sur une analyse et une comparaison de coûts.

Dans l'hypothèse d'une situation de départ, la règle est de choisir l'équipement pour lequel les coûts totaux sont les plus bas.

Dans l'hypothèse d'une situation existante, la règle est de comparer les coûts variables de l'ancien équipement avec les coûts totaux du nouvel équipement et de ne changer que si ces derniers sont inférieurs.

L'hypothèse de la situation de départ étant moins fréquente et plus évidente, il importe de s'arrêter plutôt à la deuxième hypothèse qui est celle du remplacement proprement dit. La règle énoncée n'est pas suffisamment explicite, car elle suppose que l'ancien équipement ne rapporte plus rien. Si tel n'est pas le cas, le problème est plus complexe car le remplacement du matériel ancien, qui, dans ce cas, équivaudra à un désinvestissement, ne se fera pas automatiquement. Il faudra tenir compte d'un élément supplémentaire : la valeur de ferraille, ou de revente, du matériel ancien (*scrap-value*).

Le frein principal au désinvestissement viendra de la différence entre la valeur de remplacement et la valeur de revente de cet équipement, la première étant généralement plus élevée que la seconde. Lorsqu'il s'agit de désinvestir, le dirigeant comparera ses profits actuels avec ce qu'il pourrait gagner en plaçant ailleurs la valeur de revente de ce matériel et continuera alors souvent à se contenter d'un taux de profit trop bas.

Un exemple chiffré permettra de mieux saisir le problème⁽¹⁶⁾. Supposons un équipement homogène d'une durée de vie de 10 ans, dont la valeur de remplacement est 1.000 et qui rapporte 30 chaque année; supposons en outre que le profit normal dans l'industrie soit de 6 %.

⁽¹⁵⁾ La section est entièrement élaborée sur la base de *A Study of Investment Decisions*, D. Phil. Thesis-Project, Oxford, 1958, pp. 53-56 de M. A. LAMFALUSSY.

⁽¹⁶⁾ Exemple pris dans A. LAMFALUSSY, *Op. cit.*

Le taux du profit de l'entreprise est donc la moitié du taux normal. Ce qui peut être également exprimé comme suit : la valeur capitalisée de l'équipement (à 6 %) est de 500, c'est-à-dire la moitié de la valeur de remplacement. Si la valeur de revente est inférieure à 500, par exemple 200, l'on voit tout de suite le frein que cet élément constituera pour le désinvestissement selon que le taux de profit est calculé sur l'une ou sur l'autre de ces valeurs. Quelle sera alors l'attitude rationnelle ?

Deux hypothèses peuvent être envisagées ici. La première hypothèse est celle où il n'est pas nécessaire pour la bonne marche de l'entreprise, de réinvestir annuellement les fonds d'amortissement, c'est-à-dire que l'équipement envisagé est indivisible et sera remplacé en une fois à la fin de son existence physique. Dans ce cas le désinvestissement aura tendance à subir un délai qui dépendra de la différence entre les valeurs de remplacement et de revente ou, à la limite, si cette différence est grande, de la durée de vie physique de l'équipement.

Il n'y aura désinvestissement que si la valeur de revente de l'équipement est suffisamment haute pour assurer un profit de 30. Le point neutre de cette valeur serait donc 500. Au-dessus de ce point, il y aura désinvestissement, en dessous celui-ci n'aura lieu que lorsque l'équipement sera complètement usé, soit après 10 ans. Il n'y aura donc normalement qu'un délai à ce désinvestissement.

La seconde hypothèse est celle d'un équipement divisible dont une partie doit être remplacée chaque année, c'est-à-dire que les fonds d'amortissement doivent être réinvestis sans cesse sous peine de nuire à la bonne marche de l'entreprise.

Supposons que la valeur de revente de l'équipement soit de 200, que le réinvestissement annuel nécessaire à sa bonne marche soit de 100 et que, sans celui-ci, les profits tomberaient de 30 par an, c'est-à-dire que les profits seraient nuls dans la seconde année, moins 30 dans la troisième et ainsi de suite.

Dans ce cas, deux attitudes sont possibles. Soit rester dans l'industrie et réinvestir 100 chaque année, en gagnant 30, de profits nets, c'est-à-dire 3 % de la valeur de remplacement de l'équipement. Ceci suppose des profits nets annuels de 30, des profits bruts de 130 et le maintien de la valeur de remplacement à 1.000.

Une autre attitude consiste à refuser de réinvestir, accumuler les profits et revendre au moment où les profits accumulés et la valeur de revente donneront le montant maximum.

Cette attitude implique une chute annuelle de profits de 30. L'évolution des profits serait alors la suivante ⁽¹⁷⁾ :

| Années | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | etc. |
|---------------|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|
| Profits bruts | 130 | 100 | 70 | 40 | 10 | —20 | |
| Profits nets | 30 | 0 | —30 | —60 | —90 | —120 | |

Dans ce cas, il sera possible d'accumuler à la fin de la 4^e année 340 (130 + 100 + 70 + 40). Ce sera le meilleur moment pour liquider, car les investissements se montant à 540 (340 + 200) (*scrap-value*) le bénéfice sera au moins de 32,4 (6 %).

Le choix entre ces deux attitudes dépendra d'un certain nombre d'éléments qui sont contenus dans les hypothèses de base. Le dirigeant optera pour le désinvestissement, si la valeur de revente est plus élevée que dans l'exemple chiffré, si les dépenses de remplacement annuelles sont plus élevées, ou autrement si le déclin des profits est plus lent.

Si la valeur de revente de l'équipement est fort inférieure à la valeur capitalisée de celui-ci, il y a un risque important que l'industriel continue à se contenter d'un taux de profits inférieur à la moyenne.

En effet, il faudra alors que les dépenses de remplacement soient déjà très élevées et diminuent ainsi fortement les bénéfices nets pour provoquer un désinvestissement. Dans notre exemple, il faudrait pour ce faire une durée de vie de moins de 10 ans, ce qui n'est pas généralement le cas.

De plus, dans le cas d'une valeur de revente très inférieure à la valeur capitalisée le taux de diminution des profits serait plus lent ce qui, s'il n'y a pas en même temps une prévision plus longue, risque de voiler les avantages du désinvestissement ⁽¹⁸⁾. En effet la liquidation sera retardée de beaucoup ou même passera tout à

⁽¹⁷⁾ A. LAMFALUSSY, *Op. cit.*

⁽¹⁸⁾ Ou d'en faire manquer l'exécution optimum, car, pour ce faire, le chef d'entreprise doit en décider le déroulement dès la première année de l'exemple cité.

fait inaperçue si les anticipations ne s'étendent pas jusqu'à l'année du point optimum de bénéfices accumulés. Dans notre exemple un déclin de bénéfices de 15 par an, ne provoquerait la liquidation qu'après 9 ans au lieu de 4.

Ceci souligne l'importance pour le dirigeant qui veut adopter l'attitude la plus rationnelle de faire son calcul économique sur une période suffisamment longue et de consentir ici, comme pour les investissements d'expansion, à faire les prévisions les plus complètes possibles. Il faut souligner que pour ce type de calcul, les prévisions sont plus faciles à faire que lorsque celles-ci reposent sur l'accroissement de la demande.

En effet, les variables-clés de ce calcul, — valeur de revente, rythme des amortissements, frais de remplacement, bénéfices résultant d'un autre emploi des capitaux, rythme de détérioration des bénéfices sans réinvestissement, — sont moins nombreuses, et la plupart entièrement connues par l'entreprise.

Cette analyse doit évidemment être poussée plus loin. Il faut tenir compte de l'éventualité d'une concurrence plus active. Il faut envisager également le fait qu'en réinvestissant on modernise également l'équipement et que cette modernisation peut être faite relativement plus rapidement que celle de la concurrence, ce qui influencerait favorablement les profits. Mais le point essentiel reste que la rationalité d'un calcul dans ce domaine dépend de l'horizon du chef d'entreprise, c'est-à-dire du temps pour lequel il consent à prévoir.

3. Investissements d'innovation

Ce type d'investissement qui consiste à lancer un produit neuf, dépend principalement, comme l'investissement d'expansion, de la demande pour ce produit. La décision repose également sur des prévisions de ventes, mais celles-ci seront évidemment beaucoup plus aléatoires et leurs méthodes seront assez différentes. La base de prévisions utiles dans ce domaine est une étude approfondie des caractéristiques économiques de ce produit.

J. Dean classe les voies d'approches possibles de la manière suivante ⁽¹⁹⁾ :

— l'approche par l'évolution : on considère la demande pour le produit neuf comme l'évolution normale de la demande

⁽¹⁹⁾ J. DEAN, *Op. cit.*, p. 172.

d'un produit ancien; il cite l'exemplé de la TV en couleur et de la TV en noir et blanc;

— l'approche par la substitution : on considère le produit neuf comme le substitut d'un produit existant; il cite comme exemple la composition photographique qui doit normalement se substituer à la composition linotypique;

— l'approche par la courbe de croissance : on peut estimer la croissance des produits neufs sur la base de la croissance de produits anciens; par exemple un nouvel accessoire ménager en fonction des accessoires ménagers existants.

C. *Quelques principes concernant les estimations de rendements*

1. Importance de l'amortissement

L'amortissement est une notion essentielle à cet examen, car c'est par son intermédiaire qu'interviendront généralement une série de facteurs dont l'estimation contribuera à augmenter ou à diminuer le coût et, par conséquent, à pondérer les rendements.

L'amortissement d'un matériel donné est cette partie du coût de production unitaire qui, multiplié par un nombre suffisant d'unités, permet, lorsque ce nombre d'unités a été produit, de considérer le matériel envisagé comme sans aucune valeur. Pour différentes raisons, il faut lier le nombre d'unités produites à la notion de temps (année par exemple) et dans ce sens on peut dire que l'amortissement est la perte annuelle de l'investissement.

a) *la durée économique de l'investissement* : dépend d'une part de l'usure qui est fonction de l'emploi plus ou moins intensif du matériel et, d'autre part, de la désuétude qui est fonction du progrès technologique, de la réaction plus ou moins rapide des concurrents, et qui ne dépend pas du volume de la production.

b) la charge annuelle d'amortissement sera plus ou moins élevée selon qu'on escomptera ou non le flot des rendements futurs pour tenir compte de la valeur décroissante des *rendements lointains*. Cette notion introduit cependant des complications de mesure. Lorsque la durée économique d'un bien est courte ou relativement uniforme, lorsque les estimations de rendement sont relativement très approximatives et lorsque le coefficient d'incertitude croît rapidement avec le temps, cette pondération ne se justifie pas.

Par contre, cette méthode a une importance pratique lorsque les rendements des différents biens évoluent différemment dans le

temps et que le taux d'escompte (logiquement le coût du capital pour la firme) est élevé.

c) un *taux d'erreur* des estimations précédentes devrait être également établi et servir à pondérer l'estimation du rendement en augmentant d'autant la charge d'amortissement.

L'évolution future peut diminuer ou supprimer les rendements attendus soit que le progrès technologique accélère la désuétude, soit qu'un changement relatif des coûts, des salaires et des prix diminue les recettes plus rapidement que prévu.

Mais même si cette pondération relève du seul jugement, il semble que le problème ne puisse pas être évité.

On peut citer comme méthode :

- le jugement,
- des pondérations distinctes appliquées aux prévisions de rendements primitives,
- la modification des prévisions elles-mêmes en appliquant des taux d'escompte différents suivant l'incertitude.

2. Il peut être important de tenir compte des *effets indirects* de l'investissement proposé sur la marche des opérations existantes (par exemple réduction des goulots d'étranglement, meilleure utilisation du personnel ou de l'équipement...).

On peut dans ce sens comparer recettes et coûts totaux avec et sans l'investissement prévu.

3. Les rendements doivent être examinés pour chaque projet individuellement :

C'est le rendement attendu de chaque unité de capital ajouté qui est la clé de l'allocation des capitaux entre différents projets. Le rendement des investissements anciens n'a qu'un intérêt historique et a peu d'utilité pour les décisions concernant les investissements nouveaux. Un rendement moyen des investissements anciens et nouveaux est source d'erreurs graves.

4. Les estimations de rendements doivent être confrontées avec l'alternative appropriée. Il faut en tout cas tenir compte de ce qui résulterait si l'investissement n'était pas fait, ce qui mettra souvent en évidence la première alternative adéquate : celle du moindre coût sans investissement. Il faut veiller à ce que l'alternative soit

appropriée, car c'est de cela que dépend la validité de la comparaison.

5. La possibilité d'ajournement est-elle un meilleur critère de choix que le rendement ?

Lorsqu'il y a un grand nombre de projets d'investissement, le critère de la possibilité d'ajournement est souvent employé, mais il ne semble pas qu'il soit logique et qu'il contribue aux investissements les plus rentables. En effet, si certains projets, à faible rendement, demandent pour réussir d'être réalisés dans l'année alors que d'autres projets plus vastes à rendement plus élevé peuvent être ajournés sans risque, le seul critère de l'ajournement conduirait l'entreprise à exécuter une série de projets médiocres et à remettre toujours les investissements d'expansion et de progrès technologique.

Un tel critère peut conduire à la stagnation. C'est l'exemple de l'entreprise pétrolière qui doit choisir entre l'achat d'une station de pompage dans l'année sous peine de voir sa concurrence s'en emparer et qui lui rapporterait 6 % et la construction d'un pipe-line qui peut être remise à plus tard, mais qui lui rapporterait 30 %.

On peut citer le cas d'une période de haute conjoncture où les constructeurs de machines, étant souvent débordés d'ordres, l'alternative s'offre entre une machine à rendement faible, livrable dans l'année, ou une machine plus perfectionnée à rendement plus élevé, livrable dans deux ans.

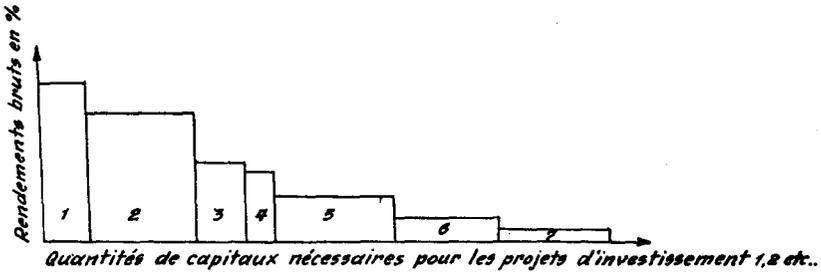
D. *Demande de capitaux et processus d'autorisation et de contrôle*

1. Une fois ces estimations faites et les rendements calculés pour les divers projets d'investissement, on peut classer ceux-ci par ordre de rendement décroissant et établir un graphique de demande de capital pour l'entreprise (figure 1).

Il faut noter cependant que dans ce classement les investissements à rendements faibles peuvent avoir un caractère de complémentarité indispensable qui oblige à interpréter et à nuancer les résultats de cette analyse de rendements.

2. Le degré de précision exigé de ces estimations varie d'après les différents stades d'approbation par la direction générale des projets d'investissement.

Fig. 1 — Capitaux nécessaires pour plusieurs projets d'investissement classés selon leurs rendements bruts.



1^{er} stade : examen du plan général d'investissement pour voir s'il s'intègre dans un programme cohérent de développement. A ce stade les estimations peuvent être faites rapidement, en rassemblant toutes les données disponibles.

2^{me} stade : approbation de projets déterminés s'intégrant dans le budget financier annuel. A ce stade les estimations sont basées sur une analyse plus fouillée des coûts et sur des prévisions de ventes, prix et autres facteurs de rentabilité.

3^{me} stade : autorisation spécifique pour chaque projet; les estimations doivent alors être définitives en ce sens que leur raffinement doit être poussé jusqu'au maximum possible.

3. La période que doit couvrir le budget d'investissement est un point controversé. Elle variera avec les types d'investissement à prévoir et il n'y a pas de règle générale en cette matière. La seule règle est qu'une politique de prévision dans ce domaine doit être arrêtée par la direction.

III — LES SOURCES DE CAPITAUX

A. Sources internes à l'entreprise

Les capitaux internes à la disposition de l'entreprise proviennent des provisions pour amortissements et des bénéfices non distribués.

Le rôle de la direction dans le domaine du financement de l'investissement, est :

- de prévoir quel sera, avant amortissements, le montant des bénéfiques que l'entreprise tirera de son activité;
- de décider quelle sera la part distribuée en dividendes et de suivre une politique en cette matière;
- de décider quelle part de ce qui reste sera investie à long et à moyen terme.

1. Amortissements

Les provisions pour amortissements sont fonction du but poursuivi : simple conservation de l'équipement existant ou adaptation de l'entreprise au progrès technique.

Dans ce dernier cas, il faut tenir compte non seulement de l'usure matérielle de l'équipement mais encore de sa désuétude provoquée par l'évolution technique et économique (cfr supra).

Dans ces capitaux internes, il faut distinguer :

- a) les amortissements fiscaux (exempts d'impôts),
- b) les amortissements réels non exempts d'impôts,
- c) les investissements amortis dans l'année même par prix de revient et échappant donc également à l'impôt.

En réalité, les amortissements d'une entreprise en expansion doivent fournir à celle-ci de quoi financer beaucoup plus que le simple renouvellement du matériel, comme le montre l'exemple suivant : si l'on suppose que l'immobilisé d'une firme est de 10.000, que l'amortissement doit se faire en 10 ans et que le montant affecté au remplacement (amortissement) de l'immobilisé est de 10 %; étant donné d'autre part que la firme a un taux d'expansion annuel de 10 %, l'amortissement annuel (10 %) se fait sur un immobilisé croissant (vu le taux d'expansion); il en résulte qu'en fin de période les dotations d'amortissement dépassent très largement le simple remplacement de l'immobilisé initial. Ainsi, la firme peut, étant donné son taux d'expansion, non seulement remplacer son matériel, mais encore financer un immobilisé net nouveau. Sans doute, il arrive souvent que la machine achetée en remplacement coûte plus cher que la machine amortie, mais si la nouvelle machine est par exemple trois fois plus productrice que l'ancienne, l'expansion reste financée par les dotations d'amortissements accumulées ⁽²⁰⁾.

⁽²⁰⁾ E. D. DOMAR, Depreciation, Replacement and Growth, *Economic Journal*, mars 1953.

2. Autofinancement et politique de dividendes

L'importance grandissante de l'autofinancement fait de celui-ci une variable importante de la politique de rationalisation des investissements.

Y a-t-il des critères permettant de décider combien il faut distribuer et combien il faut réinvestir ?

On peut tout au plus citer quelques guides qui pourraient servir à définir une politique dans ce domaine.

— L'entreprise peut allouer des capitaux à tous les projets qui ont un rendement plus élevé que le coût du capital pour l'entreprise (indiqué par la rémunération des actions, par exemple) et dans la limite de l'acceptation de cette politique par les actionnaires.

— L'entreprise peut également considérer que les dividendes représentent une sorte de taux d'intérêt. A cette fin, on viserait à distribuer en moyenne pour l'ensemble d'une période un dividende équivalent à 6 % des capitaux groupés : le montant distribué annuellement varierait d'après les fluctuations des résultats. Si l'autofinancement est déterminé par cette conception, il fluctuera très fort avec le niveau d'activité des affaires.

— L'entreprise peut aussi décider qu'un certain pourcentage des bénéfices sera toujours réservé à l'entreprise pour tenir compte des circonstances et de la croissance de l'entreprise.

Ces conceptions sont influencées par l'état du marché des capitaux et par leurs propres effets sur le prix des actions de l'entreprise. On pourrait admettre qu'il existe une proportion optimum d'autofinancement pour l'entreprise en ce sens que, d'une part, une politique de dividendes excessifs met en jeu la capacité de progrès de l'entreprise et que, d'autre part, un autofinancement excessif, en diminuant trop les dividendes, fait baisser le prix des actions sur le marché ou compromet la possibilité pour l'entreprise de recourir encore à ce marché.

Il faut tenir compte ici d'un facteur sociologique qui est la différence entre l'état d'esprit du chef d'entreprise qui souvent n'est pas un actionnaire et celui des actionnaires, et même de la différence d'optique des actionnaires simples, rémunérés en dividendes, et des administrateurs-actionnaires rémunérés par appointements et tantièmes.

B. Sources externes à l'entreprise

Tout le problème du marché des capitaux (à long terme et à moyen terme) ne peut être examiné ici. Dans une tentative de rationalisation de la décision, il faut envisager ce problème sous son angle large, comprenant non seulement l'émission d'actions ou d'emprunts obligataires, mais également tout le financement à moyen terme.

Les différentes sources peuvent être examinées en fonction :

- des différents types d'investissement envisagés (cfr supra),
- des facilités d'accès à ces sources,
- de leurs coûts,
- des quantités de capitaux disponibles à cette source,
- des garanties exigées,

de manière à pouvoir dresser un tableau complet des possibilités existantes avec leurs avantages et leurs inconvénients respectifs.

Dans le problème du choix entre financement par émission d'actions ou d'obligations, des considérations fiscales peuvent être importantes dans certains pays, mais du point de vue de l'entreprise l'élément essentiel est la structure financière. L'endettement à long terme et sa rémunération fixe introduit un facteur de rigidité et un facteur de dépendance qui ne peuvent devenir excessifs sous peine de mettre l'entreprise en danger.

Il existe un point d'équilibre entre ces deux formes de financement qui doit permettre de maintenir le rapport : Dettes à long terme/Fonds propres dans des limites assurant à l'entreprise la sécurité et l'indépendance.

C. Choix entre autofinancement et marché des capitaux

Le recours au marché des capitaux exige le paiement de dividendes sérieux pour bénéficier d'une bonne cotation boursière. Mais de ce fait l'entreprise diminue ses bénéfices et ses possibilités d'autofinancement. Certes, certaines entreprises offrent des dividendes intéressants et réalisent en même temps un autofinancement important. En tout cas, il faut éviter de changer de méthode une fois que l'entreprise a effectué son choix.

Voici deux arguments en faveur de l'autofinancement ⁽²¹⁾ :

⁽²¹⁾ A. KERVYN DE LETTENHOVE, Communication faite au Centre de Perfectionnement dans la direction des entreprises de l'Université de Louvain.

1. A l'échelle nationale, les entreprises belges ont une forte épargne nette (nette, c'est-à-dire amortissements exclus); elles gardent par devers elles plus de la moitié de leur bénéfice net, à la différence des particuliers qui épargnent en moyenne entre 5 et 6 % de leurs revenus. C'est donc dire que si la distribution de dividendes était plus considérable, l'épargne nationale diminuerait et les entreprises ne pourraient pas retrouver globalement sur le marché des capitaux ce qu'elles auraient perdu en diminuant l'auto-financement. La conséquence de cet état de chose serait un ralentissement du rythme d'expansion industrielle.

2. Le marché belge des capitaux reste étroit. L'entreprise qui veut y recourir pour des montants substantiels devra de ce fait subir une dilution de son capital, car en Belgique et à de rares exceptions près, la capitalisation boursière est sensiblement inférieure à la valeur des actifs réels. L'exemple suivant le montre : supposons une entreprise disposant d'un actif réel (fonds propres + réserves) de 100 millions. Dans ce cas la capitalisation boursière (légèrement inférieure à l'actif réel) sera de 80 millions par exemple. Nous aurons donc 10.000 actions, représentant en réel 10.000 francs chacune, mais cotées en bourse 8.000 francs. Si l'entreprise désire accroître son actif de 25 millions, elle va émettre 1.000 actions nouvelles à 5.000 francs (la valeur d'émission devant être inférieure au cours de bourse). Par suite de cette opération, l'entreprise augmente son actif réel de 25 %, mais par la même occasion elle accroît de 50 % le nombre d'actions à rémunérer. La conséquence en est qu'il se produit une dilution du capital : le nombre d'actions augmente beaucoup plus vite que l'actif réel; il s'ensuit une difficulté plus grande pour les rémunérer et un bénéfice unitaire moindre à attendre pour chaque action.

Remarquons pour terminer qu'on peut combiner auto-financement et appel au marché des capitaux par la distribution gratuite d'actions. Ainsi, au lieu de distribuer des dividendes plus élevés, la société en distribue la représentation sous forme d'actions de capital. Ce système favorise la dispersion des titres, car on distribue des titres gratuitement, ce qui a pour effet d'en diminuer la valeur et permet de les vendre plus facilement.

IV — ESTIMATION DU COUT DES CAPITAUX

Dans le processus de rationalisation de la décision d'investir, l'estimation du coût du capital joue un rôle parallèle à celui de l'estimation des rendements bruts. Ici aussi il faut distinguer le coût du financement interne et celui du financement externe.

A. *L'autofinancement*

L'autofinancement trouvant sa source dans le profit n'en est pas pour autant gratuit. On peut estimer son coût en évaluant l'intérêt que ces capitaux auraient produit s'ils avaient été investis ailleurs (rémunération de l'alternative possible).

Différents problèmes doivent être considérés :

a) La question de savoir quel taux d'intérêt il faut retenir comme critère de coût pourrait être discutée utilement :

— faut-il choisir le taux du marché pour les investissements sûrs comme par exemple les fonds d'État;

— ou doit-on choisir un taux qui reflète le risque et l'incertitude ?

b) L'influence de la fiscalité sur le coût du capital.

Le coût du capital sera différent selon l'incidence de la fiscalité.

Il faut distinguer ici :

1. Les investissements par amortissement en exemption d'impôt.

Dans ce cas, le coût du capital sera le taux prévalant sur le marché pour l'alternative possible (cfr supra), par exemple 5%.

Si, par exemple, l'amortissement annuel admis par le fisc est de 20.000.000 le coût annuel de ce capital sera de 5%, soit 1.000.000.

2. Les investissements par autofinancement non exempts d'impôt mais évitant celui-ci s'ils sont amortis dans l'année par prix de revient.

Si par exemple l'entreprise veut encore réinvestir 20.000.000 que le fisc n'admet pas comme amortissement, celui-ci en prendra 8.000.000 (40%) et les 12.000.000 réinvestis coûteront 5% également, soit 600.000.

Mais si l'entreprise peut amortir cet investissement de 20.000.000 dans l'année par prix de revient, on peut considérer que les 8.000.000 conservés dans l'entreprise ne lui coûteront rien

et que son investissement lui coûtera en réalité 600.000, soit un peu moins de 3 %.

Ceci ne présuppose aucune idée de fraude fiscale : il y a tout un éventail de dépenses allant de la dépense courante à inclure dans le prix de revient jusqu'à l'immobilisation caractérisée. Cet éventail inclut des dépenses parfois très importantes qui peuvent être classées dans l'une ou l'autre de ces rubriques (transformation des matières, des bâtiments, de l'implantation, etc...).

B. *Le financement externe*

On entend par là l'appel à l'épargne extérieure sous quelque forme que ce soit.

On n'abordera ici que le financement à long terme sous forme d'émission d'actions ou d'obligations.

Il faut tout d'abord choisir la période sur laquelle cette estimation du coût des capitaux sera faite. On peut choisir :

- soit une moyenne à long terme des années passées,
- soit une projection à long terme des coûts futurs,
- soit le coût actuel calculé continuellement ou annuellement,
- soit le coût comptant au moment où l'émission est envisagée.

Ensuite, l'estimation du coût dépend de trois éléments :

1. la valeur de marché.

— Le coût des obligations ne pose plus de problèmes fondamentaux. Il dépend de peu de facteurs et est dominé par le marché des fonds publics.

— Le coût des actions (dividendes/valeur nominale). La difficulté réside dans le fait que les cotations en bourse résultent en partie de la spéculation et de facteurs non mesurables. La méthode la plus sûre est de suivre directement l'évolution du marché boursier et de prévoir à quel prix se vendra l'émission au moment de sa réalisation. L'époque de l'émission est ici d'une grande importance; les fluctuations marquées dans ce domaine permettent de maintenir un coût de capital relativement bas en choisissant le moment adéquat pour l'émission.

2. les coûts d'émission doivent intervenir dans l'estimation, ils sont de différents ordres :

- vente en dessous de la valeur nominale,

- commissions et frais de garanties de l'organisme émetteur,
- frais d'émission proprement dits,
- taxe mobilière sur capitaux empruntés.

3. la structure du capital

Le coût du capital pour une entreprise est influencé par la structure de ce capital, c'est-à-dire par la proportion d'actions et d'obligations qui le composent.

Cette influence est d'autant plus grande que la différence entre le coût des actions et celui des obligations est marquée. De plus, on peut signaler une interaction de ces deux formes de financement en ce sens qu'une dette élevée accroissant les risques, accroît aussi le coût du financement par actions. Enfin, la structure du capital influence également le coût de celui-ci par le jeu de la fiscalité traitant différemment les dividendes et les intérêts.

V — LA DÉCISION D'INVESTIR

Une fois que les différents projets ont été présentés et classés dans leur ordre de rendement brut et que les capitaux disponibles ont été inventoriés et leur coût calculé, il faut tout d'abord reclasser les projets dans leur ordre de rendement net et ensuite décider quels sont les projets qui méritent de recevoir des fonds, c'est-à-dire à quel taux de rendement il faut cesser d'investir (taux de rejet).

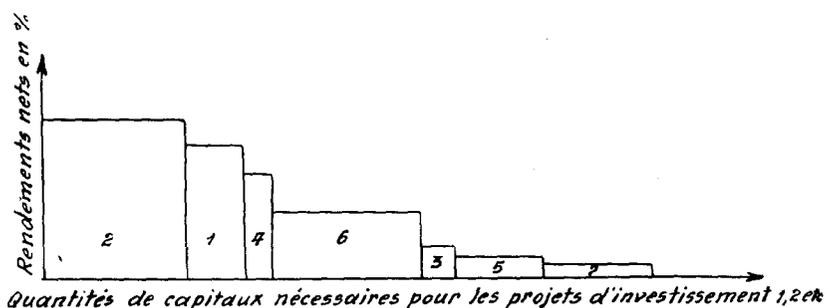
A. Classement des projets d'après leur rendement net

Étant donné que le coût des capitaux n'est pas identique pour tous les projets (cfr supra) il faut commencer par déduire ce coût du rendement brut estimé de chaque projet afin de calculer leur rendement net. Ensuite il faut reclasser les projets dans leur ordre de rendement net. On peut alors élaborer un graphique de demande de capitaux semblable au graphique exposé plus haut.

B. Le taux de rejet (REJECTION RATE) ⁽²²⁾ ou l'allocation des capitaux

1. Théoriquement ce taux de rejet, et donc le montant à investir, seront déterminés par l'intersection de la courbe de

Fig. 2 — Capitaux nécessaires pour plusieurs projets d'investissements classés selon leurs rendements nets.



demande et de la courbe d'offre de capitaux. En pratique, pour être utile, ce taux de rejet doit être fixé par la direction.

Ce taux de rejet présente une triple utilité :

— Basé sur des prévisions de rendements attendus et déterminant les montants à investir, il sera d'une grande utilité pour élaborer le planning de direction, le budget annuel et l'ensemble de la gestion financière à moyen et à court terme.

— Ce taux permet aussi de rejeter sans autre examen les projets qui ont un rendement trop bas; en ce sens il permet à la direction d'économiser une partie de son temps.

-- Il permet enfin d'élaborer un budget d'investissement à long terme qui répartit sur tout le cycle les seuls projets à rendements élevés et permet à l'entreprise d'éviter les investissements à rendements bas qui se présentent lorsque la demande de l'entreprise en capitaux est faible. Par exemple, le taux de rejet peut être stabilisé pour toutes les phases de cycle sans tenir compte des variations à court terme de l'offre et de la demande de capitaux. Les fonds ainsi réservés en période de baisse peuvent être investis à plus hauts rendements lorsque la demande redevient plus forte.

2. Quelques principes concernant ce taux de rejet :

a) En règle générale, il faut rejeter tout projet d'investissement qui n'a pas un taux positif de rendement net. On peut même fixer un taux de base minimum en dessous duquel les investissements ne sont pas consentis (droite interrompue horizontale figure 3). On peut prendre comme critère de ce taux minimum le taux de ren-

(22) J. DEAN, *Op. cit.*, p. 586.

dement net moyen de l'entreprise pendant une période relativement longue de son passé. Le vrai critère est cependant celui du rendement net futur de l'investissement, qui seul peut déterminer dans quelle mesure l'investissement est rentable.

b) Ce taux peut et doit être revu de temps à autre pour tenir compte de la prospérité de l'entreprise. De période à période, le taux de rendement net minimum peut être relevé si l'affaire prospère, diminué si l'affaire connaît des temps difficiles. Cette révision est décidée par la direction pour laquelle c'est un moyen de régulariser et d'échelonner le montant des dépenses de capital.

Par exemple, il s'est vu qu'une entreprise, ayant fixé son rendement minimum standard à 15 %, ait élevé à certaines périodes le taux effectif jusqu'à 50 %.

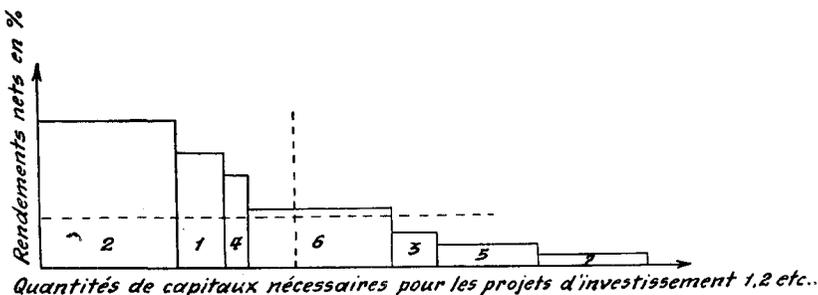
Les causes de ces fluctuations du taux effectif sont :

- les variations dans l'offre de capitaux disponibles pour l'entreprise,
- les spéculations sur les variations du prix des biens d'équipement,
- la crainte de dépression qui provoque une forte préférence pour la liquidité,
- la marge de sécurité nécessaire pour éviter des estimations de rendements trop optimistes.

c) Ce taux doit être un taux moyen pour la durée du cycle. Il peut être dans certains cas un taux à long terme.

Son but est, comme on l'a vu plus haut, d'éviter qu'en temps de crise les projets à rendement bas ne remplacent les projets à rendement élevé et immobilisent des fonds qui seraient mieux employés en haute conjoncture.

Fig. 3



Il tente de transcender le cycle en mettant en relation par exemple les projets d'investissements des dix années à venir avec les disponibilités de capitaux pendant ces dix années.

Ce principe est indiqué pour les grands projets de développements et d'expansion de l'entreprise et l'on doit s'y tenir car ce sont les seuls pour lesquels des prévisions à long terme sont indispensables.

d) Il faut admettre dans certains cas des taux d'exception.

Certains investissements ne peuvent pas être décidés d'après le seul critère de la rentabilité. Certains investissements faisant partie d'un plan d'ensemble ne doivent plus être appréciés sur une base individuelle mais en fonction de ce plan général; c'est l'exemple d'une concentration verticale où l'équilibre du complexe peut exiger certains investissements moins rentables que d'autres.

— Certains investissements « stratégiques » relèvent aussi de ce taux : ceux qui tendent à diminuer les risques ou à augmenter le bien-être du personnel. Parfois ces derniers sont même imposés par le législateur.

— Dans les cas où les investissements annuels sont limités à une certaine somme par une offre inélastique de capitaux, le taux de rejet sera souvent choisi alors en fonction de ce seul critère (exemple droite interrompue verticale figure 3).

CONCLUSION

Cette approche par l'estimation aussi poussée que possible des rendements et des coûts, qui est sans doute la plus rationnelle, n'est évidemment pas toujours praticable.

1. D'autres méthodes peuvent être citées :

— Le jugement du chef d'entreprise qui considère chaque projet selon ses mérites et décide quels sont ceux qu'il faut réaliser.

Cette méthode intuitive est l'envers de la méthode rationnelle des rendements et des coûts; elle charge le chef d'entreprise d'une multitude de décisions qui doivent souvent être prises sans critère objectif suffisant.

Cette méthode intuitive met bien en évidence que le jugement est indispensable pour appliquer avec intelligence la méthode rationnelle, mais celle-ci contribue à l'éclairer et à le rendre plus efficient.

— Le critère du service à accomplir et de ce qui est nécessaire à cette fin. Cette méthode concerne plus directement les entreprises de service public.

— L'équilibre et la croissance de l'entreprise peuvent aussi servir de critère aux décisions d'investir. L'entreprise est considérée comme un investissement unique, dont le rendement peut être déterminé de manière idéale. Cette méthode est vague et ne fournit pas de moyens d'analyse très développés.

2. La méthode des rendements et des coûts semble toutefois être la plus rationnelle. Par sa rationalité-même elle permet au responsable de la décision d'investir, de se décharger d'un grand nombre d'analyses et de décisions approximatives et secondaires et oblige l'entreprise à organiser une collaboration sur ce point entre les différents services qui sont presque toujours intéressés par la décision d'investir :

— les services techniques qui souvent proposent l'investissement ou doivent s'y adapter,

— les services commerciaux qui doivent prévoir les répercussions commerciales des différents projets,

— les services financiers et comptables qui doivent connaître le coût du capital et sa disponibilité,

— le service du personnel et des relations publiques qui doivent informer tous ceux qui participent à la vie de l'entreprise.

3. Quelle que soit la rationalisation apportée à la politique d'investissement, il faut insister sur le fait suivant : le calcul du rendement net de l'investissement dépend de prévisions. Un très grand nombre de ces prévisions comportent une marge d'erreurs considérable : p.e. estimation du progrès technologique (désuétude), du prix de vente (tendance fondamentale et cycle), des réactions de la concurrence, etc... Le rendement net dépend de considérations qui resteront longtemps subjectives : ex. optimum d'investissement (quote part à réserver aux dividendes). C'est pour cela que le jugement personnel et une large part d'intuition restent indispensables. Le but des méthodes d'approche plus systématique est de réduire l'influence de ces facteurs en les situant à leur place exacte et en délimitant le plus exactement possible la marge d'erreur qui subsiste.