



UNIVERSITE HASSAN II CASABLANCA

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales

MASTER FINANCE 2014 /2015

Sujet :

La théorie de structure du capital.

Réalisé par :

AYOUB EL IDRISSI Hajar

BENKIRANE TAOUDI Abla

EL ABBASSI Hanaa

Encadré par :

MR. QUAMAR Tarik

Sommaire

Introduction générale	3
Première partie : les différents modes de financement :.....	4
Section 1 : le financement du cycle d'investissement.....	4
A) <i>Le financement des investissements par ressources internes : L'autofinancement.....</i>	<i>4</i>
B) <i>Le financement des investissements par ressources externes</i>	<i>5</i>
1- Augmentation du capital.....	6
2- Emprunt bancaire.....	8
3- Emprunt obligataire.....	8
4- Crédit-bail.....	10
Section 2 : le financement du cycle d'exploitation.....	10
1- Crédit fournisseur.....	11
2- Escompte d'un effet de commerce.....	11
3- Découvert bancaire.....	11
Deuxième partie : la structure du capital dans un monde parfait :.....	11
Section 1 : la structure financière selon les classiques.....	12
1- Effet de levier.....	13
2- Le coût du capital.....	14
3- Critiques.....	15
Section 2 : la structure financière selon les néo-classiques.....	16
1- Le principe de neutralité.....	16
2- Propositions de Modigliani et Miller(1958).....	17
3- Critiques.....	17
Troisième partie : la structure du capital dans un monde imparfait.....	17
Section 1 : Remises en cause de MM (1958).....	18
1- Impact de la fiscalité.....	18
2- Coût de faillite.....	21
3- Coût d'agence.....	22
4- Asymétrie d'informations.....	23
Section 2 : Emergence de nouvelles théories.....	24
1- La théorie de compromis.....	24
2- La théorie de financement hiérarchique.....	26
3- La théorie de Market Timing.....	28
Conclusion générale.....	29
Bibliographie.....	30

Introduction générale :

L'entreprise est une entité économique qui, lors de sa création et au cours de son développement, engage des dépenses avant de percevoir des recettes : réalisation des investissements matériels (terrains, installations, constructions...), achats de matières et fournitures...

Ce n'est qu'ultérieurement, à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes.

Il y a donc un décalage dans le temps entre les paiements et les encaissements qui pousse l'entreprise à se procurer, parmi les diverses modalités de financement, les ressources lui permettant de faire face à ses investissements et à son exploitation afin de poursuivre son activité et de garantir sa survie.

Ainsi, pour structurer son capital et face à cette multitude de modes de financement présentant chacun tant d'avantages que des inconvénients, l'entreprise se trouve obligée à faire un choix qui ne remettra pas en cause son équilibre afin de préserver sa valeur sur le marché et c'est ce qui constitue le problème central de la théorie financière.

Ceci-dit, depuis plusieurs décennies, l'étude de la structure du capital a constitué le thème principal de la finance de l'entreprise. Des études empiriques et théoriques ont été largement développées à ce sujet.

Plusieurs auteurs ont gardé trace dans le monde de la finance à travers leurs approches sur la structure du capital. Certains ont fondé leur raisonnement dans le cadre d'un marché parfait, d'autres, au contraire ont présenté des apports à ce thème plus réalistes en démontrant les imperfections qui régissent le marché.

On peut dire que tous les débats ont porté essentiellement sur la question suivante :

Existe-t-il un lien entre la structure financière et le coût du capital ? Si oui qu'elle est la structure optimale (notamment la combinaison des capitaux propres et des dettes) qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise ?

Partie 1 : Les différents modes de financement.

Il s'agit d'évoquer :

- Les moyens de financement du cycle d'investissement.
- Les moyens de financement du cycle d'exploitation.
- Le coût des différents moyens.
- Les avantages et les inconvénients de ces moyens.

Section 1 : Le financement du cycle d'investissement :

Le cycle d'investissement démarre dès la constitution de l'entreprise et s'amplifie avec sa croissance. Il porte sur l'acquisition des immobilisations nécessaires à l'activité de l'entreprise et s'inscrit dans le cadre d'une longue période faisant alors appel à des ressources stables, soit internes (fonds propres) soit externes.

A) Le financement des investissements par ressources internes :

1- L'autofinancement :

➤ L'autofinancement constitue la principale source de financement interne d'une entreprise, générée par son activité et par sa propre épargne.

Lorsqu'à la fin d'un exercice, les produits encaissés excédant les charges décaissées, il reste à l'entreprise un surplus monétaire : la capacité d'autofinancement (CAF).

$$\text{CAF} = \text{BENEFICE NET (BN)} + \text{DOTATION AUX AMORTISSEMENT ET AUX PROVISIONS (DAP)}$$

La CAF peut, pour une partie payer les dividendes aux associés et, pour le reste, à assurer l'autofinancement de l'entreprise.

$$\text{AFT} = \text{CAF} - \text{DISTRIBUTION DES DIVIDENDES}$$

➤ L'autofinancement apparaît comme la forme préférée de financement des entreprises dans la mesure où il représente les avantages suivants :

- Evite de dépendre de quelqu'un (indépendance financière).
- Evite d'avoir à rembourser et de payer un intérêt.
- Evite de faire appel à de nouveaux actionnaires (dilution du capital).
- Evite de payer des dividendes à ces nouveaux actionnaires.

Toutefois, une politique de l'autofinancement comprend aussi des inconvénients à savoir :

- Il est souvent insuffisant pour financer l'ensemble des investissements.
- Il contribue à diminuer les revenus versés aux associés (découragement).

➤ On peut alors penser que l'autofinancement est une ressource gratuite pour l'entreprise puisqu'elle n'a pas d'intérêts à verser. Il en est rien, un coût implicite ou d'opportunité caractérise l'autofinancement car les fonds consacrés au financement des investissements pourraient être placés sur le marché financier et rapporter des intérêts importants.

Ce coût résulte en partie de l'exigence de rémunération des actionnaires et pour l'autre du coût moyen pondéré des ressources.

-Coût moyen pondéré des capitaux propres et des dettes :

Quand l'entreprise n'est financée que par fond-propre ; il n'y a pas d'endettement. Le coût de cette ressource est donc la rémunération qu'attendent les actionnaires compte tenu du risque encouru.

L'exigence de rentabilité exprimée par les actionnaires est valablement approchée par la relation du MEDAF :

$$r_{FP} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dans le cas où l'entreprise est financée par des dettes ; l'autofinancement servira surtout à rembourser les dettes financière déjà contractées. Le coût de l'autofinancement sera le coût des nouvelles dettes qui servent à financier de nouveaux investissements.

-Le coût d'opportunité :

Le coût de l'autofinancement en le considérant comme un coût d'opportunité résulte de la moyenne pondéré du coût des bénéfices mis en réserves et du coût des dotations aux amortissements.

-Le coût du bénéfice mis en réserve correspondrait au taux de rendement requis par les actionnaires pour investir dans l'entreprise. Coût est approché de diverses manières soit par les ratios. Dividendes / cours ; bénéfice net / cours ou la relation de MEDAF.

-Le coût des dotations aux amortissements pourrait être approché par une moyenne pondérée des coûts des capitaux propres et des emprunts et des emprunts (antérieurs) dans la mesure où les immobilisations (sources des dotations aux amortissements) ont été antérieurement financées par des capitaux permanents.

Nous pouvons le calculer sur la base de la relation sui suit :

Posons : a1= bénéfice non investis / Autofinancement

a2= Dotations aux amortissements / AFT

Et a1+a2=1

Si capitaux permanent (KP) = fonds propres (FP) + dettes de financement (DF)

Et b1= FP/KP

b2= DF/KP

Et b1+b2=1

Alors **le coût de l'autofinancement = a1rFP+ a2 (b1.r FP+b2. l DF)**

Sachant que r_{FP} = taux de rendement requis par actions = Coût des capitaux propres
 i_{DF} = Coût des capitaux empruntés pour le financement des actifs immobilisés.

B) Le financement des investissements par ressources externes

Pour faire face à l'insuffisance des fonds propres, l'entreprise recourt à des ressources étrangères pour se financer. Il s'agit notamment du :

1- Financement par augmentation du capital :

➤ L'augmentation du capital est une vente, sur le marché boursier, d'actions nouvellement émises aux investisseurs en contrepartie de leurs apports, à la société émettrice.

Ces apports prennent plusieurs formes à savoir : l'augmentation de capital en numéraire, en nature, par incorporation des réserves ou par conversion des dettes.

Seules les deux premières formules traduisent des apports effectifs en capitaux pour l'entreprise.

➤ Le passage au marché boursier permet à la firme de diversifier ses modes de financement. Il lui permet également de jouir d'une plus grande notoriété en raison de sa présence dans les différentes revues financières. Un autre avantage des émissions d'actions qui ne manque pas d'importance consiste dans le fait que les actionnaires majoritaires sont présents dans toutes les décisions stratégiques de l'entreprise et exercent un mécanisme de surveillance sur les éventuels dépassements des dirigeants.

Toutefois, l'ouverture du capital se traduit, pour les anciens actionnaires, par un partage de pouvoir et de bénéfice par action avec les nouveaux souscripteurs.

➤ L'apport en capital a un coût qui représente pour l'entreprise un moyen de déterminer le coût de son financement et pour les actionnaires un coût d'opportunité qui représente la rémunération qui leur est servie. Le coût des apports en capital est estimé par différentes approches théoriques dont : *le modèle actuariel de Gordon Shapiro et le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers. (MEDAF)*

→ Le modèle actuariel de Gordon Shapiro :

Dans ce modèle, la valeur de l'entreprise est obtenue par capitalisation des dividendes. La méthode s'appuie sur le fait que les dividendes constituent la source des revenus des actionnaires. Elle est pertinente lorsque la société pratique depuis longtemps une politique de distribution de dividende, et dispose d'une trésorerie suffisante pour lui permettre d'effectuer les distributions même lorsque les résultats sont faibles. Deux cas peuvent être considérés :

- **Les dividendes sont constants (taux de croissance $g = 0$).**

Dans ce cas l'évaluation est obtenue en capitalisant les dividendes :

$$K = \frac{D}{P}$$

Avec :

-K= le coût des capitaux propres, exigence de rémunération des actionnaires.

-D= les dividendes moyens constants distribués.

-P= prix action.

- **Les dividendes croissants à un taux constant « g » positif :**

Le modèle de G-S considère en effet, que le cours actuel d'une action n'est autre que l'actualisation des dividendes futurs attendus par l'action. Il est également appelé « modèle de croissance ». Il ne tient pas compte des plus-values, considérant que lorsque le flux de dividendes est perpétuel (il tend vers l'infini), la plus-value n'a pas d'incidence sur l'évaluation de l'action. Précisons que pour déterminer le taux de croissance des dividendes « g », on a recours aux données historiques de l'action et des prévisions des analystes concernant les dividendes futurs. Dans ce modèle, on part de l'hypothèse que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux constant :

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Avec:

-D1= Dividende espéré à la période.

-P₀= prix d'achat action à la date initiale d'investissement.

-g= taux de croissance stable des dividendes par action sur longue période.

Exemple :

Soit une entreprise dont le cours de l'action semble en équilibre, et pour laquelle les études et informations donnent les données ci-dessous.

— Prix initial : 200,00

— Dividende espéré à t = 1 : 5,00

— Taux de croissance perpétuelle : 10 %

Le taux de rémunération des actionnaires se déduit aisément des données ci-dessus.

$$k = (5/200) + 10 \% = 13 \%$$

→ Le MEDAF :

En 1964, William Sharpe et d'autres économistes ont cherché à évaluer les primes de risque relatives des différents titres, du moins dans une situation d'équilibre. Ce fut l'acte de naissance du MEDAF qui donne une évaluation de la rentabilité espérée d'un actif, en fonction du risque.

Le modèle est fondé sur la théorie du portefeuille qui démontre l'intérêt pour un investisseur rationnel à diversifier son portefeuille dans le but d'atteindre le niveau optimal du couple rentabilité-risque (risque minimum et rentabilité moyenne). Le MEDAF en élargit le champ d'action puisqu'il se situe au niveau de l'ensemble des intervenants sur les marchés financiers.

Selon le MEDAF, la rentabilité ou le coût d'une action dépend de la rémunération de l'actif sans risque et d'une compensation visant à indemniser la prise de risque (prime du risque).

Le MEDAF ne mesure pas un NIVEAU de risque mais s'attache au risque RELATIF d'un titre ou d'un portefeuille par rapport au marché, c'est-à-dire à son bêta. Ainsi, la prime de risque d'un actif i est égale à son bêta multiplié par la prime de marché. Par conséquent, la formule du MEDAF est la suivante :

$$R_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

Avec:

- R_i = Rentabilité de l'actif risqué ;

- r_f = Le taux d'intérêt sans risque qui se réfère habituellement au rendement des obligations d'État ou aux bons du Trésor du pays auquel appartient la société à évaluer.

- r_m = Rentabilité moyenne de l'ensemble des actifs cotés.

- $(r_m - r_f)$ = La prime du risque du marché, la prime de risque moyenne requise pour investir dans des actifs risqués (par exemple, les actions) en comparaison avec des investissements sûrs (par exemple, les obligations d'État). Plus précisément, c'est la différence entre le rendement d'actifs risqués et celui d'actifs non risqués.

- β_i = une mesure du risque systématique ou le risque spécifique associé à la société.

Un β supérieur à 1 signifie que l'entreprise est considérée comme devant avoir un risque et un rendement plus élevés que le marché en général car elle amplifie les mouvements du marché. Un β inférieur à 1 signifie que la société a un risque et un rendement plus faibles que le marché. Ce coefficient mesure donc la sensibilité (ou la volatilité) de l'actif par rapport au marché. Plus β est élevé plus l'actif est considéré comme volatile et donc risqué.

2- Financement par emprunts bancaires :

- L'emprunt est le capital prêté par la banque à une personne physique ou morale pour leur financement à travers un contrat qui prévoit la stipulation d'un intérêt et le remboursement en une ou plusieurs échéances fixées lors de la conclusion du contrat.

Tout emprunt se caractérise par les paramètres déterminants à savoir : le montant, la durée, le taux et le profil de remboursement (linéaire, infinie, différé...).

- Le recours à l'emprunt bancaire paraît avantageux dans la mesure où il est rapide et simple, il permet un financement important en valeur, les intérêts bancaires sont fiscalement déductibles... Toutefois, l'endettement augmente la dépendance financière de l'emprunteur à l'égard du bailleur de fonds.
- Les dettes bancaires relatives à l'emprunt ont un coût qui dépend des caractéristiques techniques des crédits distribués (des intérêts et des commissions payés, des modalités du remboursement...) mais aussi de l'appréciation du projet à financer, de la qualité de l'emprunteur.

On spécifie le **coût nominal ou apparent** qui résulte du taux d'intérêt facturé par l'établissement de crédit, et le **coût réel ou actuariel** qui résulte du rapprochement financier entre les ressources encaissées et des sommes décaissées en remboursement du dit emprunt sur la durée de remboursement.

En d'autre terme c'est le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle des annuités au montant du capital emprunté (initialement encaissé) .Il convient d'intégrer, dans le coût de l'emprunt, les commissions et les frais de dossier prélevés par la banque (qui viennent en diminution du capital emprunté), ainsi que les coûts de prises de garanties (frais et taxes).

Le coût actuariel net d'emprunt est le taux qui annule la somme actualisée des entrées et des sorties de trésorerie liés à cet emprunt. Ainsi le coût actuariel net « c » de l'emprunt est le taux qui assure l'égalité suivante :

$$E = \sum \frac{(PPL+FF(1-T))}{(1+c)^n}$$

Avec : PPL= remboursement en principal.

FF= charges financières payées.

C= le taux réel.

E= le montant de l'emprunt

T= taux d'imposition à l'IS

«C» est obtenu par interpolation linéaire.

Exemple :

Soit un emprunt E=1000 dhs remboursable sur 4 ans au taux i=10% t=30%

Remboursement linéaire (Principal constant).

ANNEES	CDD	PPL	FF	ANNUITE	CFP	FF NET	PPL+FF NET
1	1000	250	100	350	750	70	320
2	750	250	75	325	500	52,5	302,5
3	500	250	50	300	250	35	285
4	250	250	25	275	0	17,5	267,5

$$1000 = \frac{320}{(1+c)^1} + \frac{302,5}{(1+c)^2} + \frac{285}{(1+c)^3} + \frac{267,5}{(1+c)^4}$$

$$\text{Supposons que } 6\% < c < 7\% ; \quad \text{on a } \frac{c-6\%}{7\%-6\%} = \frac{1000-V(6\%)}{V(7\%)-V(6\%)} = \frac{1000-1022,27}{999,98-1022,27} = \frac{c-6\%}{1\%}$$

$$\frac{-22,27}{-22,29} = \frac{c-6\%}{1\%}$$

D'où c=6,99%

3- Financement par emprunts obligataires :

➤ Les grandes entreprises peuvent se financer par recours au marché financier en recourant aux emprunts obligataires sans intermédiation des bailleurs de fonds.

L'emprunt obligataire est un contrat par lequel une personne morale (une entreprise, une banque, un Etat ou une organisation gouvernementale) reçoit une certaine somme d'argent de la part des souscripteurs des titres obligataires qu'elle a émis.

Un emprunt obligataire est donc un titre de créance, c'est-à-dire qu'il représente une dette, remboursable à une date et pour un montant fixé à l'avance, et qui rapporte un intérêt.

➤ L'emprunt obligataire offre la possibilité à l'emprunteur d'effectuer des remboursements étalés et progressifs, il lui donne également la possibilité de déduire fiscalement les intérêts payés et bien évidemment lui permet d'avoir à sa disposition des fonds sur une longue période. Par contre, l'accès au marché financier est conditionné par de lourdes formalités et demeure limité aux sociétés anonymes.

Chaque emprunt obligataire est caractérisé par :

Sa valeur nominale : également appelée "le pair", elle représente le capital emprunté.

Son prix d'émission : dans le but d'offrir un placement financier à des conditions avantageuses, le prix d'émission (prix payé par les prêteurs) est parfois fixé à un montant inférieur au pair.

Son prix de remboursement : dans le but d'offrir un placement financier à des conditions avantageuses, le prix de remboursement (prix remboursé aux prêteurs) est parfois fixé à un montant supérieur au pair.

Son taux d'intérêt nominal : on distingue essentiellement les emprunts à taux fixe et les emprunts à taux variable (indexé sur un indicateur du marché monétaire ou du marché financier). Il est également possible d'émettre des "obligations à coupon zéro" (sans intérêt mais dont le prix d'émission est très inférieur au prix de remboursement) et des "obligations à coupon unique" (dont les intérêts sont capitalisés et versés en une seule fois lors du remboursement du titre).

Sa durée, qui se situe en général entre 5 et 15 ans.

Ses modalités de remboursement, le capital emprunté peut être remboursé in fine (en une fois au terme de la durée de l'emprunt), par amortissements constants ou par annuités constantes.

Remarque:

- "le pair" correspondant à la valeur nominale, on parle également de "remboursement au pair" (valeur de remboursement égale à la valeur nominale), ou d'"obligations au pair" (pour lesquelles les prix d'émission et de remboursement sont égaux à la valeur nominale),
- on appelle "prime de remboursement" la différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission.

➤ Le coût de l'emprunt obligataire pour l'émetteur ne correspond pas au taux nominal mais en est une résultante après prise en compte des frais d'émission, commissions et taxes et frais de gestion de la dette. Il est également nécessaire de distinguer entre le coût réel et le coût nominal de l'emprunt obligataire. Le coût réel « c » est le taux actuariel qui permet de réaliser l'équivalence entre le prix d'émission de l'emprunt obligataire et les sommes reçues par l'obligataire :

$$VE = \frac{\sum \text{coupons}(1-T) + \text{valeur de remboursement}}{(1-c)^t}$$

VE = Valeur d'émission de l'emprunt obligataire.

4- Financement par crédit-bail :

➤ Le crédit-bail est un contrat de location de biens d'équipement, de matériel, d'outillage, spécialement achetés en vue de cette location, pour une période déterminée et en contrepartie d'une redevance périodique, par des organismes de crédit-bail (OCB). L'OCB demeure propriétaire de l'actif qu'il met à la disposition du locataire utilisateur.

Au terme du contrat, l'entreprise bénéficiaire a généralement le choix entre plusieurs options : soit restituer le bien, soit l'acquérir pour un montant défini lors de la conclusion du contrat, soit de renouveler le contrat à des conditions le plus souvent moins coûteuses.

➤ Le crédit-bail permet, à la société qui y recourt, de financer à 100% son investissement sans autofinancement contrairement à l'emprunt bancaire qui s'accompagne généralement d'un autofinancement de 30% et d'où un renouvellement de matériel facile. De plus, elle bénéficie d'une déductibilité fiscale des loyers dans la mesure où les redevances du crédit-bail apparaissent en charges d'exploitation dans le compte de résultat.

Toutefois, les entreprises de crédit-bail peuvent refuser d'acquérir un bien/matériel si elle juge qu'il est obsolète ou si elle estime qu'il sera difficile de le revendre au terme du contrat de location.

➤ Le loyer payé représente un coût pour l'entreprise, ce dernier résulte de la durée du contrat et du taux d'intérêt facturé.

La formule de calcul du coût actuariel « c » du crédit-bail :

$$\text{Le taux } c \text{ tel qu'il assure l'égalité suivante : } M = \sum_{t=1}^n \left(\frac{L_t(1-T)}{(1+c)^t} + \frac{VR_n}{(1+c)^n} \right)$$

Avec : L = Les loyers versés à l'année

M = Le montant de financement par le CB

VR = La valeur résiduelle permettant l'exercice de l'option de rachat

C = Le taux d'actualisation ; le coût actuariel qui assure l'égalité

T = Le taux d'imposition

Section 2 : Le financement du cycle d'exploitation :

Les besoins de financement liés au cycle d'exploitation, BFR, sont récurrents et doivent donc être financés par des ressources stables issues du fonds de roulement, FR. Cependant le fonds de roulement est souvent insuffisant et

l'entreprise doit recourir à des financements à court terme renouvelables ou temporaires. Il est principalement question du :

1- Crédit fournisseur :

- C'est l'octroi de délais de paiement. Les délais de règlement accordés (généralement de 30 à 90 jours) par les fournisseurs constituent une forme de crédit inter-entreprises qui permet de financer partiellement le BFR, car il compense en partie le délai accordé aux clients de l'entreprise.
- Bien que cette option ne nécessite pas de formalités, l'entreprise risque d'être dépendante de ses fournisseurs. En outre, le fournisseur court lui-même le risque d'insolvabilité de son client. *Le coût* de l'utilisation du crédit client est celui de *la perte des escomptes de règlement liés au paiement comptant*.

2- Escompte d'un effet de commerce :

- Il s'agit d'un crédit accordé par une banque permettant de recevoir à l'avance le montant d'une créance client. Il consiste à négocier cet effet avant son échéance.

Lorsque le client s'engage à régler une facture par une lettre de change qui mentionne le montant et la date, le vendeur a la possibilité de demander à son banquier d'escompter la lettre de change. Le banquier avance au vendeur le montant de la facture, déduction faite d'agios. Puis, le banquier encaissera à la date d'exigibilité le montant intégral de la facture.

- L'escompte est une opération facile dont le *coût est raisonnable (services bancaires et charges d'intérêt net d'impôt)* mais il faut souligner que le montant de l'escompte est limité par les banques, taux est à négocier avec le banquier et il faut s'assurer de la solvabilité de l'émetteur de l'effet.

3- Découvert bancaire :

- Le découvert bancaire est un crédit à court terme accordé par la banque à l'entreprise qui lui permet de dépasser les disponibilités de son compte jusqu'à un montant déterminé et pendant une durée définie.
- Le grand avantage du découvert bancaire est d'être un crédit souple qui permet de remédier à des difficultés temporaires de trésorerie, mis en place rapidement et dont le *coût* est relativement peu élevé dans la mesure où *les intérêts* ne sont pris que pendant l'utilisation du découvert.

Toutefois, si un découvert bancaire peut aussi être très rapidement supprimé suite à l'appréciation du banquier quant aux capacités de l'entreprise à honorer son découvert.

Face à cette multitude de modes de financement, portant aussi bien des avantages que des inconvénients et avec des coûts différents, l'entreprise se pose une question fondamentale qui est au centre de la théorie financière à savoir : est – ce que le choix entre ces différents moyens de financement a une influence sur la valeur de l'entreprise ?

Partie 2 : La structure du capital dans un monde parfait.

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir : la pérennité de l'entreprise, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché, la minimisation des coûts... Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de la valeur.

Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution...

Ceci-dit, les décisions financières, notamment le choix d'une structure de financement, doivent être prises dans l'objectif de maximiser la valeur de capitalisation des titres de propriété.

Ce sujet a fait l'objet de nombreuses controverses qui se sont divisées entre les classiques qui stipulent qu'en tenant compte de l'effet levier de l'endettement, il existe une structure financière qui maximise la valeur de la firme en minimisant son coût, et entre les néo-classiques, dont les pionniers sont Modigliani et Miller, qui montrent dans leur travaux de 1958 que les choix financiers d'une firme n'affectent pas sa valeur et le coût du capital est complètement indépendant de la structure financière.

Hypothèses de base :

Plusieurs théoriciens ont opéré dans un marché parfait, libre de toute friction, pour identifier la structure du capital.

Il s'agit notamment que :

- Il n'y a pas d'impôt, ni de coût de transaction, de même, que le comportement des investisseurs est rationnel.
- Les coûts de faillite sont nuls, c'est à dire que la probabilité de défaillance est nulle.
- Il y a absence d'asymétries d'informations entre les agents et par conséquent les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral sont négligeables.
- Il y a absence de conflits d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires, et de ce fait, le dirigeant cherche à maximiser la valeur de la firme et non sa propre utilité.
- Les entreprises distribuent l'intégralité de leur bénéfice.
- Les agents peuvent prêter ou emprunter à un taux fixe et sans limite.

Section 1 : La structure financière selon les classiques :

L'approche classique considère que la maximisation de la richesse des actionnaires est l'ultime objectif de la firme. Celle-ci a un accès illimité aux ressources financières et opère dans un monde sans imperfections. Dans ces conditions, Durand (1952) affirme qu'il existe une structure financière optimale qui minimise le coût moyen pondéré du capital et de ce fait, maximise la richesse des actionnaires.

Ainsi une firme peut maximiser sa valeur en maximisant son endettement ou en opérant un choix judicieux entre dettes et fonds propres.

Le fondement de cette approche est basé sur deux notions fondamentales : l'effet levier de l'endettement et le coût du capital.

1- L'effet de levier :

L'effet levier de l'endettement est le phénomène qui, en raison du recours à l'endettement amplifie la rentabilité des fonds propres en sens positif ou négatif.

On parle alors d'effet de levier de l'endettement sur la rentabilité financière pour décrire l'intérêt que peuvent trouver une entreprise et ses actionnaires à se financer par des emprunts bancaires.

Posons :

-Re= la rentabilité économique.

- RE= Résultat d'exploitation.

-RF=Rentabilité Financière.

- I=Impôt sur les bénéfices.

-iDF= Intérêts versés aux dettes financières.

-CP= Capitaux Propres.

-DF=Dettes Financières.

D'un côté :

$$\rightarrow Re = \frac{RE - I}{CP + DF}$$

$$\rightarrow RE - I = Re (CP + DF)$$

D'un autre côté :

$$\rightarrow RF = \frac{RE - I - iDF}{CP}$$

$$\rightarrow RF = \frac{Re (CP + DF) - iDF}{CP}$$

$$\rightarrow RF = Re + \frac{Re \cdot DF - iDF}{CP}$$

$$\rightarrow RF = Re + (Re - i) \frac{DF}{CP}$$

L'effet de levier explique donc le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette.

D'où :

- ✓ Si $Re > i$, la rentabilité financière RF augmente avec l'endettement. Dans ce cas, l'entreprise crée de la richesse à ses actionnaires et l'effet de levier présente alors un avantage croissant à ces derniers.
- ✓ Si $Re < i$, la rentabilité financière RF diminue avec l'endettement. L'entreprise n'a pas donc intérêt à s'endetter.
- ✓ Si $Re = i$, implique que $RF = RE$, le niveau d'endettement n'a pas d'influence sur la structure financière.

2- Le coût du capital :

Chaque source de financement représente un coût pour l'entreprise, qui correspond au taux de rémunération exigé par les apporteurs de capitaux : taux de rentabilité des capitaux propres pour les actionnaires, coût de la dette pour les créanciers.

Le coût du capital est donc le coût des ressources engagées par l'entreprise dans son activité. Il correspond au coût moyen pondéré des dettes et des fonds propres (CMPC). Le coefficient de pondération est égal à la part relative des différents moyens de financement dans le financement total de l'entreprise.

$$\rightarrow \text{CMPC} = (FP / V) \times k_{FP} + (D / V) \times k_D$$

Avec :

- FP : fonds propres.- D : fonds étrangers.
- V : valeur totale de l'entreprise (soit E+D). - k : coût des fonds propres.
- k_D : coût des fonds étrangers.

Exemple :

Soit une entreprise ayant une structure financière composée de 60% de fonds propres et de 40% de dettes financières. Si le rendement exigé par les actionnaires est de 9% et l'intérêt de l'emprunt de 6%, alors le coût du capital est de :

$$\text{CMPC} = 9\% \times 60\% + 6\% \times 40\% = 7,8\%$$

Dans le cas où les fonds propres représentent 40% et les dettes 60% :

$$\text{CMPC} = 9\% \times 40\% + 6\% \times 60\% = 7,2\%$$

➤ Impact de la structure financière sur le coût du capital :

Selon les tenants de l'approche traditionnelle, il existe une structure du capital optimale située à un "certain" niveau d'endettement. Ce qui implique, pour ces derniers, que le coût du capital n'est pas indépendant de la structure du capital et que l'on peut, par un choix judicieux d'endettement, maximiser l'avoir des actionnaires.

La maximisation de la valeur d'une firme revient alors à minimiser le coût moyen pondéré du capital. Ce coût est à son minimum si le taux d'endettement est optimal.

Pour Durand (1952), le taux d'endettement optimal est atteint lorsque l'endettement est maximal.

Il considère deux entreprises ayant le même résultat d'exploitation. La première est endettée et la deuxième est entièrement financée par fonds propres. Les dividendes distribués par la firme endettée sont plus faibles et par conséquent la valeur de ses actions est réduite. Cependant, sa valeur totale est supérieure à celle de l'entreprise non endettée. Ainsi, la valeur de l'entreprise est positivement corrélée avec son ratio d'endettement et négativement corrélée avec son coût moyen pondéré du capital.

3- Critiques :

On peut dire que les classiques ont privilégié un endettement maximum puisqu'il conduit à réduire le coût global.

A ce niveau il est important de souligner que l'entreprise ne peut créer de la richesse à ses actionnaires en s'endettant que lorsque la rentabilité de ses actifs est supérieure aux taux d'intérêt de la dette.

Dans le cas contraire, toute augmentation du poids de la dette dans le financement se traduit par une dégradation de la rentabilité financière. On dit alors que l'entreprise est victime de l'effet de massue.

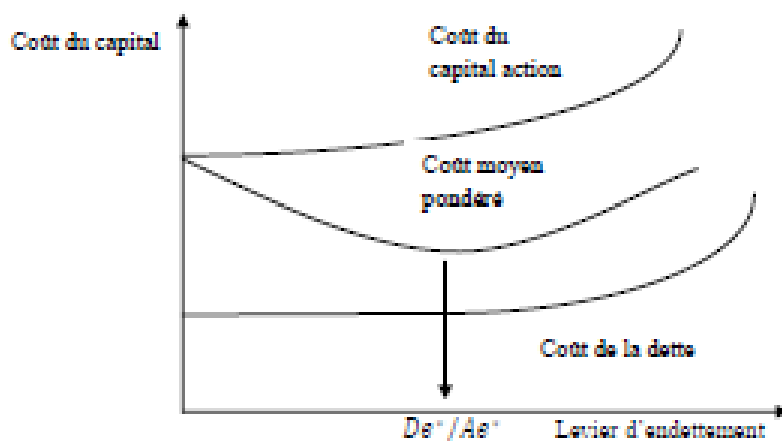
Et en admettant que cette hypothèse est toujours justifiée, l'entreprise devrait être financée à 100% par endettement pour maximiser sa valeur. Toutefois, ce cas paraît irréaliste dans la mesure où il existe une limite à l'endettement des entreprises.

De plus, les classiques ignorent l'impact de la perception du risque par les actionnaires et les obligataires : un endettement croissant implique un risque croissant pour les investisseurs qui se traduit par l'exigence d'un taux de rentabilité plus élevé.

En effet, en cas de faillite de l'entreprise, les créanciers financiers seront systématiquement remboursés avant les actionnaires. Par ailleurs, la rémunération des créanciers financiers est contractuelle alors que celle des actionnaires est aléatoire. De ce fait, le risque encouru par les créanciers financiers est nécessairement inférieur au risque supporté par les actionnaires. Dès lors, la rentabilité qui est exigée par les actionnaires est toujours supérieure à celle des créanciers financiers.

Ainsi, la prise en compte du risque va donner naissance à une structure financière optimale fondée sur une combinaison optimale de dette et de fonds propre : La minimisation du coût moyen pondéré du capital passe par l'augmentation de la part des dettes dans la structure financière jusqu'au point où le taux d'intérêt exigé par les bailleurs de fonds devient une fonction croissante du taux d'endettement.

Graphique 1.1 : La position classique en matière de structure financière



Source : Gungliger, E. (1991)

La théorie classique de la structure du capital préconise une structure financière optimale sur la base du raisonnement suivant:

- En augmentant la part de la dette de manière modérée on peut réduire le coût du capital et donc augmenter la valeur de l'entreprise.
- Au-delà d'un certain seuil, l'exigence de rendement des actionnaires augmente parce que le risque financier s'accroît.
- Si la part de la dette est augmentée encore plus, le coût du capital est augmenté et la valeur de l'entreprise diminuée.

Section 2 : La structure du capital selon les néo-classique :

1- Le principe de neutralité.

En 1958, Modigliani et Miller ont montré que, sur un marché parfait, la valeur d'une firme était indépendante de son taux d'endettement.

Dans un monde sans fiscalité, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière son taux de rentabilité global exigé étant constant quel que soit le niveau de l'endettement de la firme. Il n'existe donc pas de structure optimale du capital. Le dirigeant de l'entreprise n'a donc pas de choix optimal à faire.

Ceci-dit, toutes les formes de financement sont équivalentes et la valeur de la firme dépend seulement des flux de trésorerie qu'elle génère et non de la manière selon laquelle ces flux sont distribués en capitaux propres et en dettes.

Les choix de financement n'influencent pas la valeur de l'entreprise : ils modifient seulement la façon dont les flux de trésorerie se partagent entre actionnaires et créanciers (la valeur d'une pizza ne change pas lorsqu'on la découpe en 2, en 4, en 8...).

2- Les propositions de Modigliani et Miller :

Proposition 1:

Deux firmes appartenant à la même classe de risque économique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure financière différente.

Ce modèle démontre que l'investisseur n'a aucune raison de valoriser différemment les deux entreprises puisque les deux firmes lui procurent un revenu identique. Il va vendre les actions de l'entreprise non endettée pour investir dans celle qui est endettée, et ce, jusqu'à ce que les valeurs des deux firmes soient égales.

Selon l'argumentation de MM, le procédé d'arbitrage permet d'établir un équilibre sur le marché, de telle manière que la valeur totale d'une entreprise ne dépende que des estimations de l'investisseur quant au risque et au revenu attendu de la firme et non de sa structure financière.

En effet, si les investisseurs préfèrent une structure financière, ils n'ont pas besoin d'arbitrer entre actions d'entreprises de structure différente, il faut juste répliquer dans leur portefeuille la structure financière souhaitée de sorte que les flux de trésorerie reçus soient les mêmes que ceux que leur aurait procurés une entreprises ayant la structure souhaitée.

Si les investisseurs trouvent que l'entreprise n'est pas assez endettée, il leur suffit d'aménager leur propre portefeuille en s'endettant : ils empruntent pour acheter des actions de l'entreprise et répliquent ainsi un endettement additionnel de l'entreprise.

Si, au contraire, les investisseurs trouvent que l'entreprise est trop endettée, ils annulent l'effet d'endettement dans leur portefeuille de titres en ajoutant des créances aux actions .Ils achètent à la fois des titres de dette et des actions de l'entreprise et répliquent un désendettement de l'entreprise

Dans l'hypothèse où les investisseurs peuvent prêter et emprunter au même taux d'intérêt que l'entreprise les résultats sont équivalents

Proposition 2:

Les décisions d'investissement sont indépendantes des décisions de financement. Elles dépendent uniquement de la disponibilité d'investissements ayant une valeur actuelle nette positive.

3- Critiques :

Les critiques adressées à l'analyse de Modigliani et Miller convergent autour de la remise en cause du « réalisme » du modèle.

L'hypothèse théorique de perfection des marchés, les critiques opposent l'imperfection de fait des marchés financiers. Or l'hypothèse de perfection joue évidemment un rôle central dans la justification des propositions de M.M., puisque la validité de ces dernières est conditionnée par l'intervention de mécanismes d'arbitrage qui, eux-

mêmes, présupposent une parfaite substituabilité entre titres présentant des caractères analogues de risque et de rendement attendu.

Partie 3 : La structure du capital dans un marché imparfait :

Les apports traditionnels (classiques et néo-classiques) ,en théorie financière et plus exactement en matière de structure du capital des entreprises, ont fait l'objet de plusieurs critiques dans la mesure où ces derniers sont fondés à partir d'un certain nombre d'hypothèses qui caractérisent le marché parfait.

Ainsi, étant loin de la réalité, le modèle de Modigliani et Miller développé dans leur premier article de 1958 a été remis en cause par l'introduction d'un certain nombre de critères qui régissent le marché à savoir la fiscalité, les coûts de faillite, les coûts d'agence et l'asymétrie d'information.

La prise en compte de ces imperfections va être à l'origine de la naissance de trois familles de théories qui vont contribuer à la compréhension des structures d'endettements des entreprises. Ces trois familles sont respectivement appelées: Théorie des compromis (Trade off) Théorie de financement hiérarchique (pecking order) et la Théorie de Market Timing.

Section 1 : Remise en cause du modèle de Modigliani et Miller de 1958.

1- L'impact de la fiscalité :

Modigliani et Miller (1963) ont été les premiers à amender leurs conclusions et ceci en intégrant les taxes sur les firmes dans leurs modèles. Ils montrent que dans un univers caractérisé par l'existence d'un impôt corporatif (sur les sociétés) et l'absence d'un impôt personnel, il est mieux pour la firme de s'endetter pour profiter des économies d'impôts dues à la déductibilité fiscale des charges des dettes. Ainsi, et avec cet avantage fiscal, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts réalisées grâce à cette possibilité de déductibilité de charges financières.

→ **Valeur de l'entreprise = valeur de l'entreprise non endettée + Valeur actuelle de l'avantage fiscal**

Exemple :

Le résultat d'exploitation de l'entreprise XYZ est de 200'000 CHF. XYZ paye 70'000 à ses créanciers au titre de charges d'intérêts. Les conséquences de l'endettement sur le résultat net de XYZ sont visibles dans le tableau suivant.

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	200'000	200'000
Produits d'intérêts	20'000	20'000
Charges d'intérêts	-70'000	0
+ Résultat financier	-50'000	20'000
Résultat courant avant impôts	150'000	220'000
Impôts (35%)	-52'500	-77'000
Résultat net	97'500	143'000
Total des revenus des investisseurs	167'500	143'000

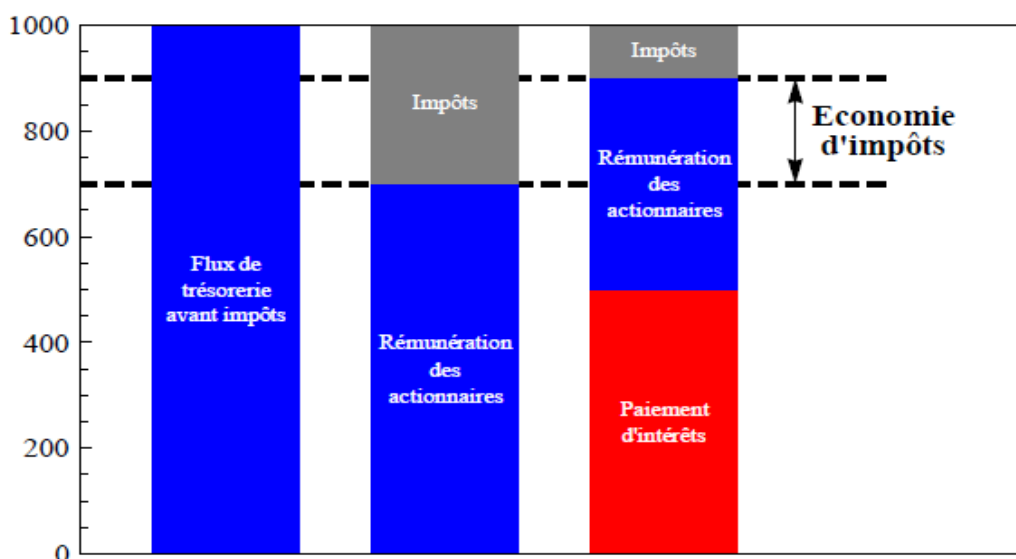
Table 1: Compte de résultat de XYZ, avec et sans endettement

La prise en compte de la fiscalité a conduit Modigliani et Miller (1963) à modifier la formule du coût des capitaux propres, le coût du capital n'est plus donc indépendant du taux d'endettement.

Avec t = taux d'impôt sur les sociétés.

$$\rightarrow \text{CMPC} = (FP / V) * k_{FP} + (D / V) * k_D * (1-t)$$

De cette hypothèse, les entreprises devraient s'endetter à 100% si elles voulaient profiter au maximum des avantages fiscaux de la déductibilité des intérêts. Cette conclusion est théorique et peu réelle puisque rare qu'une entreprise a une structure de capital composé seulement de la dette.



Cette figure représente la répartition des flux de trésorerie (avant impôts) entre actionnaires, créanciers et état. La deuxième barre représente le cas de l'entreprise non endettée. La troisième barre représente le cas de l'entreprise endettée. En augmentant les charges d'intérêts l'entreprise réduit son imposition.

Ainsi et à partir de cette approche, beaucoup de théoriciens ont évoqué des facteurs susceptibles contrebalancer l'avantage fiscal provenant de la déductibilité des intérêts de la dette.

La première réaction est venue de la part de Miller (1977) qui publie un article dans lequel il explique l'existence d'une autre imposition qui neutralise l'avantage fiscal réalisé. En effet, Miller (1977), a repris le même modèle de Modigliani et Miller (1963) mais en ajoutant cette fois-ci l'effet de l'impôt personnel à celui de l'impôt corporatif.

M. Levasseur et A Quintart expliquent dans leur ouvrage finance : « l'argument premier de Miller est que la fiscalité personnelle favorise les placements en actions au détriment de ce des obligations. Il estime ainsi qu'une partie des gains procurés par des actions est réalisée sous la forme de plus-values faiblement ou pas imposées. De plus, si les investisseurs financent en partie leurs acquisitions de titres par les dettes, les frais financiers qu'ils supportent sont déductibles des revenus imposables. A l'opposé selon Miller, les revenus obligataires sont intégralement au revenus imposables et supportent le taux marginal d'imposition de l'investissement ».

Par la suite, Miller remarque que dans la mesure où la dette est désavantagée au niveau de la fiscalité personnelle (la dette est favorisée au niveau de l'entreprise puisque son coût est déductible, mais désavantagée au niveau de l'investisseur), les investisseurs vont donc exiger pour compenser une rémunération plus importante. Les entreprises seront disposées à rémunérer davantage la dette tant que l'accroissement du coût n'excède pas le gain lié à la déductibilité.

D'un côté, les bénéfices des entreprises sont soumis à l'impôt sur les bénéfices, ces derniers dont l'objet de diverses déductions.

De l'autre côté, les revenus des actionnaires sont soumis à l'impôt sur le revenu (avec ou non un régime particulier pour les gains en capital (dans certains pays, les plus-values sont intégrées au revenu fiscal et soumises à l'impôt sur le revenu, dans d'autres pays, elles font l'objet d'une taxation propre).

Ainsi, la dette et le capital ne relèvent pas du même régime de taxation, le choix entre eux n'est plus neutre pour l'investisseur.

Tableau 1.3 : Résultats théoriques des modèles de base

Théories ou auteurs	Variables	Impact sur la politique de financement et la valeur de la firme
Théorie classique (Durand 1952)	Effet de levier	Favorise l'endettement et accroît la valeur de la firme
	Risque financier	Limite l'endettement et réduit la valeur de la firme
Modigliani et Miller (1958)	Perfection des marchés	Favorise l'endettement et accroît la valeur de la firme
Modigliani et Miller (1963)	Imposition des entreprises	Favorise l'endettement et accroît la valeur de la firme
Modigliani et Miller (1977)	Imposition des personnes physiques	Défavorise l'endettement et n'affecte pas la valeur de la firme

2- Le coût de la faillite :

L'entreprise, en s'endettant davantage, se trouve confrontée au risque de défaut de remboursement.

En effet, il suffit que les revenus futurs attendus soient inférieurs aux anticipations pour que l'entreprise soit confrontée au défaut de paiement. Ces dernières supportent généralement des coûts additionnels qui réduisent la valeur de marché. Il s'agit essentiellement des coûts implicites, se traduisant par une sortie de trésorerie tels que les coûts légaux ou administratifs liés aux procédures de règlement judiciaire ou de liquidation (honoraires, coûts de transactions encourus pour liquider les actifs ...), mais également des coûts d'opportunités associés, par exemple, à la perte de confiance des fournisseurs ou des banquiers et des clients, ou encore aux conflits d'intérêts opposants les créanciers aux actionnaires.

Ces coûts peuvent être répartis en coûts directs et indirects :

Tableau 1.2 : Coûts de défaillance

	Coûts directs	Coûts indirects
A priori (risque de défaillance)	Coûts administratifs Coûts de réorganisation Coûts financiers (prime de risque exigée,...)	Coûts d'image (crédibilité financière et commerciale)
A postérieur	Coûts de délégation Coûts de réorganisation Coûts de vente forcée et urgente des actifs Coûts sociaux	Coûts d'opportunité (manque à gagner, crédits d'impôt,...)

Source : Malécot (1984)

Le ratio d'endettement optimal est atteint lorsque la valeur actuelle de l'économie d'impôt due à un endettement supplémentaire est juste compensée par une augmentation de la valeur actuelle du coût de faillite et dysfonctionnement. En d'autres termes, tant que la probabilité d'avoir des flux d'activité inférieurs aux flux qui doivent être consacrés au service de la dette est nulle, la dette est non risquée et le créancier exige d'être rémunéré au taux de placements sans risque. Au-delà d'un certain seuil, cette probabilité devient positive et un risque d'insolvabilité apparaît alors.

C'est pour cela les créanciers le fait qu'en cas de faillite ou d'insolvabilité, ils devront en supporter le coût (coût de faillite) et ne pourront récupérer qu'une fraction de leurs créances. Et donc pour qu'ils acceptent d'assumer un tel risque, ils exigeront une rémunération plus élevée. Le risque de défaillance limite l'endettement de l'entreprise

3- Coût d'agence :

Le point de départ de la relation d'agence est donné par un texte publié en 1976 par Jensen et Meckling. Ces deux auteurs définissent la relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engagent une autre personne (agent ou mandataire) pour exécuter à son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Ces deux auteurs ajoutent qu'il y a une divergence d'intérêt entre les actionnaires et dirigeants non propriétaires.

Habituellement, le rôle des dirigeants est de collecter les fonds provenant des actionnaires afin de les investir dans des projets productifs, cependant, les actionnaires veulent s'assurer que leurs fonds sont bel et bien investis dans des projets rentables et qu'ils auront par la suite le rendement espéré qu'ils se sont fixés au départ.

Mais vu leurs coûts très élevés d'une part, et l'impossibilité de prédire avec exactitude les résultats des projets dans lesquels la firme a investi d'autres part, il est difficile pour les actionnaires de faire signer les dirigeants un contrat qui leurs mettra devant l'obligation de résultat prédéterminé. Par conséquent, les dirigeants se retrouvent libres pour utiliser les fonds ramassés (les free cash-flow), et ceci ne fait qu'augmenter les conflits déjà existant entre ces deux parties.

La divergence des intérêts entre les gestionnaires de la firme et actionnaires constitue la principale source de conflits qui existent entre eux. En effet, les dirigeants, utilisent les fonds provenant des actionnaires afin de financer les projets de la firme, ce qui engendre généralement des problèmes d'expropriation ou de mauvaise allocation des ressources.

Jensen et Meckling (1976) soutiennent que le conflit vient du fait que les dirigeants ne bénéficient pas du gain total de leur effort, malgré qu'ils supportent toute la responsabilité, par conséquent, les gestionnaires essaient de s'approprier certaines ressources de l'entreprise sous formes d'avantages personnels.

Ainsi, tous ces phénomènes impliquent des **coûts de surveillance engagés par les actionnaires à l'égard des dirigeants (coût d'agence des fonds propres)**.

Parmi les solutions proposées pour résoudre les problèmes d'agence qui existent au sein de l'entreprise, on trouve l'endettement qui peut être vu comme mécanisme de gouvernance obligeant les dirigeants à honorer leurs engagements en versant les liquidités aux détenteurs d'obligations, donc le financement par la dette réduit le comportement opportuniste des dirigeants puisque tout défaut de paiement de la dette entraînera automatiquement la faillite de la firme. Par conséquent, Diamond (1984) estime que l'actionnaire a intérêt d'augmenter la dette afin d'optimiser son contrôle sur l'activité de gestion du mandataire. Aussi, le paiement des intérêts à échéances fixes de la dette réduit la possibilité d'investissement sous optimal pour le manager qui ne trouvera pas assez de cash-flow disponible.

Jensen & Meckling (1976) voient que l'endettement est le meilleur moyen pour réduire les coûts d'agence puisqu'il aligne les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants.

Toutefois, les dirigeants ont tendance à prendre des décisions d'affectation des ressources au profit immédiat des actionnaires au détriment des créanciers. Il s'agit alors de cadeaux aux actionnaires financés par la société ou encore de restrictions du budget de recherche et développement, ce qui permet de maximiser la distribution de dividendes mais menace à terme la compétitivité de l'entreprise et sa capacité à générer le cash-flow nécessaire au remboursement de sa dette.

Ainsi, la surveillance exercée par les créanciers sur les actionnaires constitue des coûts d'agence dus à l'endettement.

Les créanciers qui ont connaissance de ces pratiques déviantes relèvent alors le coût de la dette ce qui correspond au coût d'agence et prévoient des clauses de protection dans leurs contrats de prêts.

Synthèse :

- Problème d'agence, délégation de la gestion par les propriétaires à des dirigeants : Divergence d'objectifs :
 - Centre d'intérêt : (valeurs pour les actionnaires ≠ avantages personnels)
 - Aversion au risque : (Prendre des risques ≠ conserver le poste)
 - Horizon temporel : (Investissement rentables à long terme ≠ à court terme)

- Solution : la dette peut créer de la valeur en mettant l'entreprise au régime ; si l'entreprise tend à surinvestir sous la pression d'investisseurs externes :
 - force à déboursier des liquidités et à réduire les dépenses inutiles, à vendre des actifs sous-utilisés
 - renforce les incitations et la discipline des dirigeants : empêche de dépenser le free cash-flow en

avantages personnels.

4- Asymétrie d'informations :

La quatrième imperfection de marché qui n'a pas été prise en compte dans le modèle de Modigliani et Miller (1958) est l'asymétrie de l'information.

L'asymétrie d'information se traduit par le fait que les gestionnaires disposent de plus d'informations que les autres acteurs sur les opportunités d'investissement et par conséquent ils sont mieux placés pour évaluer la situation financière. Dans un marché parfait, et comme il a été énoncé dans le modèle de Modigliani et Miller (1958), tous les acteurs sont supposés avoir la même information afin de l'interpréter de la même manière, ce qui est loin de la réalité.

Myers et Majluf (1984) énoncent que l'asymétrie d'information entraîne des décisions d'investissement inefficaces pour les actionnaires. En effet, le prix de l'action est affecté aussitôt que l'entreprise finance un projet. Lorsque les gestionnaires comptent financer un projet, ils savent si leurs actifs valent plus ou moins que l'évaluation du marché, il s'en suit alors que si l'action de la firme est sous-évaluée, les dirigeants opteront pour un financement par la dette alors que si l'action de la firme est surévaluée, ils auront plutôt tendance à procéder à de nouvelles émissions et profitent ainsi de l'optimisme des investisseurs. En revanche, les nouveaux actionnaires, reconnaissant que les dirigeants disposent d'une meilleure information concernant l'entreprise, vont réviser à la baisse la valeur de toute nouvelle émission afin d'ajuster l'éventuelle surévaluation.

Les anciens actionnaires, voulant profiter des liquidités additionnelles provenant de la différence de la surévaluation du titre et son prix au marché, se voient dans certains cas pénalisés, à cause des révisions à la baisse faites par les nouveaux actionnaires. Ainsi, les gestionnaires renoncent aux financements par des nouvelles émissions et préféreront plutôt un financement par les fonds internes ou par la dette non risquée. Ils iront même à refuser des projets rentables pour éviter des nouvelles émissions. Cette situation est la conséquence de l'asymétrie d'information qui existe entre les gestionnaires de l'entreprise et le marché ainsi qu'entre les actionnaires actuels et les actionnaires potentiels.

Section 2 : L'émergence de nouvelles théories .

1- Théorie de compromis :

La théorie de compromis « Trade Off » s'appuie sur la notion d'arbitrage tout en prenant en compte différents coûts tels que les coûts de faillite et les coûts d'agence Jensen et Meckling (1976) ; Jensen (1986).

La Théorie de compromis « Leland (1994) » permet de démontrer l'existence d'un taux d'endettement optimal pour les entreprises qui maximise la valeur de l'entreprise.

En effet, plus une firme s'endette, plus elle augmente ses difficultés financières et donc ses chances de survie sont compromises. Les difficultés financières coûtent chères et leur coût vient réduire la valeur de la firme.

➔ **Valeur de l'entreprise = Valeur de l'entreprise non endettée + Valeur actuelle de l'avantage fiscal - valeur actuelle du coût du dépôt de bilan (faillite)**

➤ Il s'agit alors de faire un arbitrage entre les économies fiscales générées par la déductibilité des charges financières et des coûts de détresse financière générés par l'augmentation du risque de l'entreprise en s'endettant d'avantage. Cet arbitrage aboutit, selon la théorie du compromis, à un ratio d'endettement optimal (Target ratio). Ainsi, et tenant compte de ces coûts de faillite, les dirigeants de l'entreprise devraient être vigilants en se finançant par la dette car plus l'entreprise s'endette, plus le risque financier serait plus élevé.

De ce fait, l'entreprise doit se fixer un niveau d'endettement au-delà duquel elle peut avoir des difficultés à rembourser ou à payer les intérêts. Les dirigeants devraient choisir ce niveau d'endettement selon les avantages que procure la déductibilité des charges financières mais aussi en tenant compte des coûts de faillites qui viennent contrebalancer les bienfaits de la dette.

L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour bénéficier d'économies d'impôt.

La structure de financement optimale est déterminée par arbitrage et par conséquent, elle n'est plus neutre (contrairement aux travaux de MM 1958). Elle correspond au niveau d'endettement pour lequel les bénéfices liés à la déductibilité des frais financiers compensent exactement les coûts résultant d'une éventuelle faillite de l'entreprise.

➤ Comme cité ci-dessus, Jensen et Meckling (1976) ont remis en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller par l'intégration de la théorie d'agence dans la théorie financière. Ils considèrent la firme comme un ensemble d'agents aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère.

Et dans la perspective de minimiser les effets négatifs de l'incomplétude des contrats (problèmes d'asymétrie informationnelle), des coûts surgissent que Jensen et Meckling ont appelés coûts d'agence. Ils se composent de coûts de contrôle engagés par les actionnaires à l'égard des dirigeants (coût d'agence des fonds propres) et les coûts de la surveillance exercée par les créanciers sur les actionnaires constituent des coûts d'agence dus à l'endettement.

Ainsi selon la théorie d'agence, la structure optimale de financement est celle qui permet de minimiser la somme des coûts d'agence managers-propriétaires et des coûts d'agence actionnaire-prêteurs.

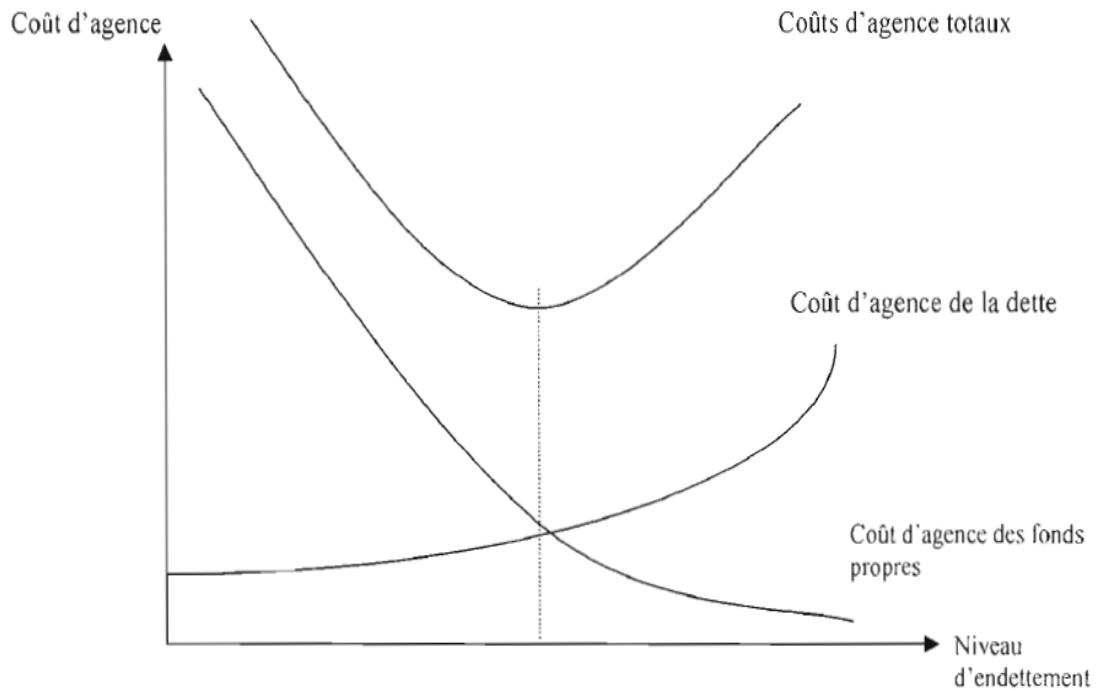


Figure 2. 1: structure de financement et couts d'agence de la dette

Source : Ydriss Ziane : la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises françaises

2- La théorie de financement hiérarchique :

Cette théorie, présentée historiquement par Majluf et Myers (1984) sous le nom de *pecking order theory*, justifie la classification des modes de financement des entreprises

Toujours en raison des asymétries d'information entre les agents aussi bien à l'intérieur de l'entreprise qu'à l'extérieur, l'entreprise suit une hiérarchie des financements précise, dictée par la nécessité de fonds externes, et non par une tentative de trouver la structure de capital optimale. Cette hiérarchie s'exprime toutefois différemment et ceci, en fonction de l'objectif poursuivi par le dirigeant de l'entreprise.

- Une hiérarchie pour favoriser les propriétaires de l'entreprise :

Ce modèle ne repose que le fait que le dirigeant agit uniquement pour maximiser la richesse des actionnaires ou propriétaires existants. Dans ce cadre, le dirigeant privilégie la source de financement interne à l'entreprise à savoir l'autofinancement. Il évite ainsi l'émission de nouveaux fonds propres qui, par dilution, entraînerait une réduction de la valeur des titres de propriété des actuels actionnaires. Toutefois s'il est indispensable d'obtenir un financement externe, en cas d'épuisement ou d'insuffisance des ressources internes, il est préférable d'avoir recours à l'endettement financier plutôt qu'à lever des fonds propres auprès de nouveaux investisseurs pour ne pas léser les actionnaires actuels. Par conséquent, la hiérarchie optimale des sources de financement privilégie l'autofinancement en premier lieu, puis l'endettement et en dernier ressort l'augmentation du capital.

Cet ordre de préférence s'explique par le fait que l'autofinancement ne pose pas de problèmes d'asymétries informationnelles qui peuvent coûter cher à l'entreprise. En effet, en choisissant de se financer de manière interne, l'entreprise n'aura pas à justifier ses décisions d'investissement puisqu'elle financera ces derniers par les ressources générées de son activité. Ce problème de justification se pose lorsque l'entreprise manifeste un besoin de financement externe. Elle aura alors à choisir entre l'émission de titres d'emprunt et l'augmentation de capital pour combler son déficit. L'arbitrage entre ces deux modalités de financement dépend de la différence entre les primes à payer. Le financement par émissions de nouvelles actions apparaît plus coûteux pour l'entreprise que le financement par endettement. Ceci s'explique par le fait que les actionnaires exigent un plan détaillé des projets des projets et des perspectives d'avenir de l'entreprise. La communication de ce plan revient chère à l'entreprise et donne une information précieuse à ses concurrents. De plus, l'augmentation du capital pose des difficultés techniques qui engendrent des coûts supplémentaires et réduisent la valeur de la firme. Dans ce sens, Myers montrent que l'émission d'actions nouvelles pose deux problèmes ; d'une part, il est difficile de fixer le prix d'émission convenable, d'autre part, l'émission d'actions véhicule une information défavorable à savoir que la firme est surévaluée ce qui implique la baisse des cours de ses actions.

On comprend alors pourquoi l'entreprise opte d'abord pour l'endettement en cas de déficit interne de financement. En effet l'émission de titres d'emprunt est une opération moins coûteuse que l'augmentation du capital dans le sens où les créanciers exigent moins d'information que les actionnaires sur les investissements projetés du fait qu'ils ont droit à une rémunération fixe.

- [Une hiérarchie pour le propre intérêt du dirigeant :](#)

Dans le cas où l'objectif du dirigeant est de maximiser son utilité, Myers (1984) définit un surplus organisationnel composé d'attributs divers (salaire élevé, consommation de biens et services à titre personnel, gratifications...). Etant donné le caractère assez contraignant, vis à vis du surplus organisationnel, de l'activité de monitoring liée à l'endettement, le dirigeant établira la hiérarchie suivante : autofinancement, augmentation de capital puis endettement.

Myers souligne toutefois que ce genre de comportement peut être limité par la vigilance plus ou moins stricte des actionnaires.

3- Les modèles de «Market Timing».

Récemment, on assiste à l'émergence d'un nouveau cadre théorique initié par les travaux de Baker et Wurgler (2002), connue sous l'acronyme de « Market Timing Theory Of Capital Structure ».

On entend par « Market timing » ou « opération d'arbitrage sur la valeur liquidative », l'opération qui consiste à tirer profit d'un éventuel écart de cours (valorisation).

En effet, cette théorie se réfère au climat du marché financier pour expliquer la structure financière des firmes. En effet, les modalités à choisir pour se financer dépendent des conditions du marché, il serait opportun pour une entreprise de procéder à des augmentations de capital si le climat boursier est favorable à ces opérations, c'est-à-dire lorsque les cours des titres évoluent à la hausse reflétant ainsi l'optimisme des investisseurs et rachète les actions lorsque les cours sont en baisse.

Becker et Wurgler (2002) montrent que la structure financière d'une entreprise résulte, non d'un choix conscient d'un ratio cible, mais de l'accumulation des décisions prises dans le passé en fonction du contexte boursier :

- Emission d'actions quand les valorisations sont élevées et /ou le contexte boursier est favorable;
- Emission de dettes et rachat d'actions quand les cours sont faibles et/ou la bourse est déprimée.

Les résultats trouvés montrent que 70% de la structure financière actuelle est expliquée par l'historique des ratios Market To Book (désormais MTB). Becker et Wurgler (2002) concluent, alors, que la structure du capital est la résultante mécanique de la volonté successive de « timer » le marché.

Conclusion générale :

La réflexion relative au choix et aux déterminants de la structure financière d'une entreprise connaît historiquement plusieurs approches.

L'approche classique qui se base sur le concept comptable d'effet de levier financier. Elle postule l'existence d'un point neutre de rentabilité de l'entreprise, qui permet de définir d'une part l'endettement comme un avantage croissant pour l'actionnaire (effet de levier financier positif) et l'autre part l'endettement présente un désavantage croissant pour l'actionnaire.

L'approche néo-classique naît de l'article fondamental de Modigliani et Miller (1958). Ils ont confirmé à priori l'absence de toute corrélation entre la valeur de l'entreprise et sa structure financière.

Dans une seconde étape avec l'introduction de l'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise devient une fonction croissante de son niveau d'endettement (Modigliani et Miller (1963)). Miller (1977) élargit le cadre défini par Modigliani et Miller (1958-1963) en intégrant les impôts sur les revenus des personnes physiques. Dans un tel contexte, où on tient compte à la fois de la fiscalité corporative et personnelle, Miller a soutenu l'idée que la valeur de la firme est indépendante de sa structure financière. Pour cette dernière il n'existe pas de structure optimale de capital.

Enfin, une troisième approche, connue aujourd'hui sous le nom de "théorie moderne de la firme" naît au milieu des années « 70 », a été proposé pour relâcher des hypothèses de modèle de Modigliani et Miller. Les principaux courants qui apparaissent à ce stade dans la littérature scientifique et qui envisagent explicitement la problématique du choix d'une structure financière sont, d'une part deux qui semblent en concurrence ; la théorie de Trade off et la théorie de pecking order et d'autre part une troisième théorie suggère de prendre en compte les insuffisances de ces deux précédentes : la théorie de Market timing.

Bibliographie :

Ouvrages :

- Elie Cohen, (1991). Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Edicef.
- Najib Ibn abdeljalil, (2007). Evaluation et financement des investissements de l'entreprise, consulting.

Sources électroniques :

http://xtt-tau.pagesperso-orange.fr/besson_finance/pdf/finance_modigliani.pdf consulté le 18/11 /2014.

<http://graphseobourse.fr/la-structure-financiere-de-lentreprise-et-le-cout-du-capital/> consulté le 25 /11 /2014.

Cours en ligne :

- Pr. Jean Baptiste Desquilbet, Cours d'Economie d'entreprise, Les moyens de financement.
- Pr. Jean Louis Besson, Cours de financement des entreprises.
- Pr. Phillipe Guillet, Les différents modes de financement et la structure optimale du capital.
- Pr. Olivier Levyne, Cours de finance, Synthèse de la littérature sur la politique financière.