

I - Les bienfaits et les méfaits de l'endettement

Depuis Modigliani et Miller [1958 et 1963], le rôle de l'endettement est sujet à caution dans la littérature financière. Il nous faut donc examiner ses effets. Force est de constater que des effets bienfaiteurs et des effets néfastes coexistent. Par ailleurs il conviendra de s'interroger sur la relation de causalité entre les notions d'endettement et de valeur. En d'autres termes l'endettement est-il à l'origine de la valeur ou en est-il la résultante?

1. L'endettement source du processus de creation (destruction) de valeur

La littérature financière a depuis longtemps cherché à mesurer les vertus de l'endettement. En se plaçant dans un cadre de symétrie informationnelle, Modigliani et Miller ont montré que l'endettement, en l'absence d'imposition, n'agissait pas sur la valeur [1958] mais que cette neutralité disparaissait en présence d'imposition [1963]. L'endettement était alors source de création de valeur. A la suite de ces travaux, de nombreux auteurs, dont les précurseurs sont Beaver [1966] ou encore Altman [1968], ont mis en évidence que l'excès d'endettement conduisait à la fragilisation de la firme et augmentait la probabilité de défaillance de la firme, elle-même génératrice de coûts.

1.1. L'influence de l'endettement sur la valeur : Neutralite ou effet de levier ?

Modigliani et Miller [1958] dans un article resté célèbre ont montré que, sur un marché parfait, la valeur d'une firme était indépendante de son taux d'endettement. Les conditions de validité de cette fameuse proposition reposent sur 2 notions essentielles : celles de classes de risque et de marchés purs et parfaits. Admettre que les marchés sont purs et parfaits, c'est considérer que les actifs sont parfaitement divisibles, que l'information est sans coût et disponible pour tous les agents et qu'enfin il n'existe ni coût de transaction, ni fiscalité. De plus, les auteurs supposent que les firmes sont réparties en classes de risque à l'intérieur desquelles le taux de rentabilité requis pour chaque société est le même.

Le principe de raisonnement est simple et repose sur des idées sur lesquelles il est aisé de s'accorder ou de se séparer. Comme

nous cherchons à bien les dégager, nous insisterons sur la logique du raisonnement plutôt que sur la formalisation mathématique. Comme le soulignent les auteurs, ce qui détermine la valeur de la firme, ce sont ses cash flows futurs. Ces derniers sont le fruit d'investissements. Ils dépendent donc des seuls actifs de l'entreprise et non de la façon dont ils sont répartis entre actionnaires et obligataires. Si l'entreprise est non endettée, l'ensemble des cash flows ira aux actionnaires, dans le cas contraire, seule une partie sera versée aux actionnaires après le remboursement des créanciers. C'est donc l'importance du flux des cash flows qui détermine la valeur de la firme.

Après avoir montré que la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de l'entreprise, Modigliani et Miller ont publié un article complémentaire en 1963. En partant du même contexte, mais en levant l'hypothèse d'absence d'imposition, ils arrivent à la conclusion que l'avantage fiscal provenant du caractère déductible des intérêts d'emprunt doit conduire les entreprises à s'endetter. L'effet de levier dû à l'endettement ne concerne pas toute l'entreprise mais uniquement les capitaux propres. Lorsque le taux d'endettement augmente, ceteris paribus, on constate : une augmentation de l'espérance de rendement des capitaux propres (ce qui est un avantage) et une augmentation du risque (risque total et risque non diversifiable) des capitaux propres ce qui est un inconvénient.

En d'autres termes, lorsque le taux d'endettement augmente, ceteris paribus, l'espérance du bénéfice par action augmente. La littérature financière retient donc une relation positive entre la dette et la valeur de l'entreprise, en raison de l'avantage fiscal que représente la déductibilité des intérêts. Cette relation n'est vérifiée que si le bénéfice d'exploitation est supérieur aux intérêts d'emprunts, dans le cas contraire l'effet de levier devient un effet massue. L'endettement réduit le bénéfice par action.

Ainsi le taux d'imposition et le degré de déductibilité des intérêts de la dette a un impact sur la valeur de la firme.

Mais ces éléments peuvent être modifiés.

* Le taux d'impôt sur les sociétés évolue dans le temps. Levasseur et Olivaux [1986] retracent l'évolution de la fiscalité française de 1926 à 1985. Les bénéfices des sociétés ont été taxés à 9,26% à partir de 1924, à 24% en 1949, et à 50% en 1958. Puis ce taux est passé à 42% en 1988, 39% en 1989, 37% en 1990, 34% en 1991 et enfin 33,33% en 1993.

* Le degré de déductibilité des intérêts pourrait varier, même si le régime fiscal des intérêts d'emprunt des sociétés n'a pas évolué depuis 1926 (ils ont toujours été déductibles).

En introduisant, sur la base de ces travaux, l'incertitude et les coûts de liquidation, on montre que la dette, source de difficulté financière, a un effet sur la valeur de l'entreprise mais qu'il est réduit, car le marché regarde le flux d'économie d'impôt comme étant sujet au risque, de la même façon que le profit qui lui sert de base. Le risque relatif au profit des entreprises peut se retrouver considérablement accru en période de crise économique, et ce pendant plusieurs années consécutives, au point de restreindre, voire de faire disparaître l'effet incitatif de l'endettement. Cet effet semble global dans la mesure où la crise augmente le risque de tous les agents économiques, mais certains secteurs en difficulté y seront certainement plus sensibles.

Selon Charreaux [1987], les différentes recherches semblent mettre en évidence une relation entre la fiscalité et la structure de financement. Cependant, cette relation résulte d'équilibres complexes entre le choix d'investisseurs à statuts fiscaux très différents et les entreprises dont les situations peuvent être également très diverses. Aucune relation simple et univoque ne semble se dégager. L'avantage fiscal en faveur de la dette, souvent considéré comme évident, n'existe pas toujours lorsque tous les aspects du problème sont pris en compte.

Enfin il convient de souligner que la non prise en compte du risque de faillite¹ (une des critiques majeures faites aux travaux de Modigliani et Miller²) peut être susceptible de modifier les premiers résultats obtenus. Notre démarche ne consiste pas à repousser le raisonnement de Modigliani et Miller mais plutôt à le compléter par des adjonctions relatives à la défaillance.

1.2. L'excès d'endettement³ source de fragilisation de l'entreprise et de faillite

L'une des principales critiques faites à Modigliani et Miller [1963] est la non prise en compte des coûts de faillite. Si l'endettement peut, comme nous l'avons vu précédemment, être créateur de valeur, son excès est nuisible. Les précurseurs comme Beaver [1966] puis Altman [1968] ont montré que l'insuffisance de la rentabilité d'exploitation et l'endettement jouaient un rôle considérable dans la défaillance des entreprises.

Il convient ici de bien distinguer d'une part la situation de défaillance et de faillite et d'autre part la situation de détresse (ou de difficulté) financière⁴. Cette dernière caractérise une entreprise dont la situation peut faire craindre une faillite prochaine. La difficulté financière pourrait être associée à la notion juridique de faillite mais les auteurs qui se sont intéressés au problème ont montré qu'une telle définition était trop restrictive. La difficulté financière est un processus qui se manifeste par une série de symptômes sans que l'on puisse dégager clairement un sens de causalité. Ainsi, la difficulté financière est souvent associée à la croissance de l'endettement, même si on ne peut déterminer avec précision si ce dernier phénomène en est une cause ou une conséquence.

¹ Nous reviendrons sur cette notion ultérieurement.

² Néanmoins Modigliani et Miller [1963] font remarquer que les économies d'impôts n'induisent pas forcément un comportement de maximisation de la dette. En premier lieu, parce qu'il peut exister d'autres sources de financement (l'autofinancement par exemple), en second lieu parce que la décision d'investir doit correspondre à une possibilité de développement de la firme : la décision n'est pas financière et l'existence du projet lui est antérieure. Ceci rejoint l'idée selon laquelle la stratégie financière ne doit se comprendre qu'en la replaçant dans le cadre plus large de l'expansion de l'entreprise. A aucun moment, Modigliani et Miller n'affirment que l'endettement doit être recherché pour lui-même.

³ L'excès d'endettement est une situation de tension (ou de stress), concept sur lequel nous reviendrons ultérieurement. Un excès d'endettement entraîne l'entreprise dans une situation de difficultés financières qui, si elle ne constitue pas encore la défaillance, risque fort d'être suivie par elle.

⁴ La littérature anglo-saxonne utilise traditionnellement le terme de financial distress.