Synthèse de la littérature sur la politique financière

Olivier Levyne (2005)
Docteur en Sciences Economiques
HDR en Sciences de Gestion
Professeur des Universités

Synthèse

La maximisation de la valeur des actifs qui peut être déterminée par actualisation des flux de trésorerie futurs conduit à s'interroger sur l'existence d'une structure financière optimale. Rompant avec l'approche traditionnelle, Modigliani et Miller ont dans un premier temps (1958) réfuté l'existence d'une telle structure en l'absence de toute considération fiscale.

Dans un second temps, Modigliani et Miller (1963), prenant en compte l'impôt sur les sociétés, ont établi que la valeur d'entreprise augmente avec le niveau d'endettement.

Toutefois, la théorie de l'arbitrage souligne l'existence d'une structure financière optimale c'est-à-dire d'un niveau d'endettement à partir duquel la prise en compte de coûts de faillite réduit la valeur d'entreprise.

1. Introduction

Le principe de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles à l'aide du coût moyen pondéré du capital conduit, dans l'approche traditionnelle de la politique financière, à l'existence d'une structure financière optimale. En effet, dans la mesure où le coût de la dette est inférieur au coût des capitaux propres, toute augmentation de la part du financement par endettement se traduit par une diminution du coût du capital, et corrélativement une progression de la valeur d'entreprise sous réserve que les apporteurs de capitaux ne relèvent leur exigence de rendement. Par conséquent, le niveau d'endettement optimal est celui au-delà duquel les banques, puis les actionnaires, décident d'augmenter le coût de la ressource qu'ils procurent à l'entreprise.

Ces principes ont été battus en brèche par Modigliani et Miller, d'abord en négligeant toute fiscalité puis en prenant en compte la déductibilité fiscale des frais financiers engendrés par la dette. Dans le prolongement de ces principes fondateurs, la prise en compte des coûts de faillite et des coûts d'agence d'une part dus à l'endettement, d'autre part des fonds propres, conduisent à l'existence d'une structure financière qui maximise la valeur d'entreprise. Ces apports sont complétés par la prise en compte des coûts d'information dans la décision d'investissement au travers du taux d'actualisation qui intègre l'exigence de rentabilité des investisseurs.

2. Apports de Modigliani & Miller

En l'absence de fiscalité l'approche de Modigliani & Miller (1958)[1] repose sur 2 propositions. La première est que le coût du capital d'une entreprise est indépendant de sa structure financière. Ce coût est le taux de capitalisation – noté ρ - de l'espérance de résultat d'exploitation d'une entreprise non endettée et appartenant à la même classe de risque industriel. Dans la pratique, ces entreprises relèvent du même secteur d'activité.

La seconde proposition porte sur le coût des capitaux propres qui se révèle être une fonction linéaire du ratio d'endettement. Plus précisément, en notant D la valeur de marché de la dette, CP la valeur de marché des capitaux propres, k le coût des capitaux propres et i le coût de la dette, ils obtiennent :

$$k = \rho + (\rho - i)\frac{D}{CP} \qquad [1]$$

Cinq ans après avoir publié leur premier article qui n'intégrait pas la fiscalité, Modigliani et Miller (1963)[2] sont revenus sur l'existence d'une structure financière optimale en prenant désormais en compte la fiscalité des entreprises.

Modigliani & Miller établissent que la valeur de l'entreprise endettée est supérieure à celle de l'entreprise endettée en comparant la capitalisation de revenus des apporteurs de capitaux d'une part à l'entreprise non endettée, d'autre part à l'entreprise endettée. Ces deux entreprises sont supposées présenter le même risque industriel et dégager le même résultat d'exploitation. Dès lors, dans l'hypothèse d'un taux de distribution de 100%, les actionnaires de l'entreprise non endettée perçoivent un dividende égal au résultat d'exploitation net d'impôt, tandis que les apporteurs de capitaux de l'entreprise endettée reçoivent, d'une part, dans le cas des actionnaires, le résultat net, d'autre part, dans le cas des prêteurs, le montant des intérêts sur la dette. Au total, la rémunération des apporteurs de capitaux à l'entreprise endettée est égale à celle des apporteurs de capitaux à l'entreprise non endettée.

Dès lors, la valeur d'entreprise (ou valeur des actifs de l'entreprise) endettée est égale à celle de l'entreprise de même classe de risque industriel, augmentée d'une rente perpétuelle d'économie d'impôts engendrée par la déductibilité des frais financiers. En d'autres termes, la valeur d'entreprise d'une société endettée est supérieure à celle d'une société non endettée du fait de sa détention d'un actif complémentaire : le crédit d'impôt engendré par la déductibilité fiscale des frais financiers. Dans ce contexte de prise en compte de la fiscalité, Modigliani & Miller remettent en cause le principe de constance du coût du capital énoncé en l'absence de fiscalité.

La prise en compte de la fiscalité a conduit Modigliani et Miller (1963) à modifier la formule [1] du coût des capitaux propres qui correspondait à la seconde proposition de leur article de 1958. Ainsi, en notant t le taux d'imposition sur les sociétés, il ressort que :

[1] Modigliani F. et Miller M. H., "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, juin 1958

[2] Modigliani F. et Miller M.H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction", *American Economic Review*, juin 1963

$$k = \rho + (\rho - i)(1-t)\frac{D}{CP} \qquad [2]$$

Aussi, en remplaçant k par cette valeur dans la formule du coût moyen pondéré du capital, noté K_a (*cost of assets*), Modigliani et Miller (1963) obtiennent la formule dite du coût ajusté du capital :

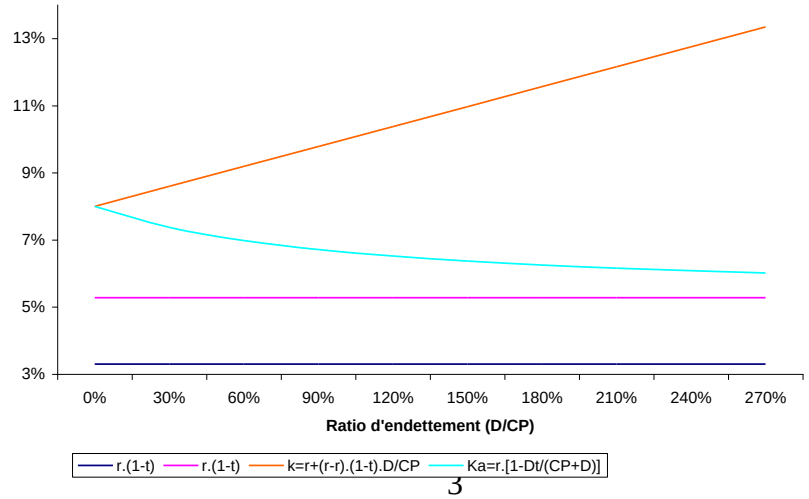
$$K_a = \rho\left[1 - \frac{Dt}{CP + D}\right] \qquad [3]$$

Cette formule, dont la démonstration figure en annexe 1, présente plusieurs propriétés remarquables. D'abord, elle est indépendante du coût de la dette. Ensuite, elle permet de retrouver que, en l'absence d'endettement, le coût du capital est bien égal à celui d'une entreprise non endettée et qui présente le même risque industriel. Enfin, elle met en évidence le fait que si la valeur de marché de la dette ou du ratio d'endettement tend vers l'infini, alors le coût ajusté du capital tend vers celui de l'entreprise non endettée qui présente le même risque industriel, multiplié par le facteur (1-t). Par conséquent, d'un point de vue graphique, la courbe qui exprime le coût du capital en fonction du ratio d'endettement admet une asymptote horizontale dont l'équation est y= ρ (1-t).

Le tableau et le graphique ci-après illustrent cette situation en simulant, pour différents niveaux de ratios d'endettement (D/CP), le coût des capitaux propres (k) et celui du coût ajusté du capital (K_a) qui tend asymptotiquement vers ρ (1-t) où ρ, coût des capitaux propres de l'entreprise non endettée a été fixé à 8%, t, taux d'impôt sur les sociétés, à 34% et r, coût de la dette, à 5%.

Tableau n°1 et graphique n°1 : sensibilité du coût des capitaux propres et du coût du capital au ratio d'endettement

Capitaux propres (CP)	100	77	63	53	45	40	36	32	29	27
Dette (D)	0	23	38	47	55	60	64	68	71	73
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
D/CP	**0%**	**30%**	**60%**	**90%**	**120%**	**150%**	**180%**	**210%**	**240%**	**270%**
t	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
ρ	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
r	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
r.(1-t)	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
ρ.(1-t)	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
k=ρ+(ρ-r).(1-t).D/CP	8,0%	8,6%	9,2%	9,8%	10,4%	11,0%	11,6%	12,2%	12,8%	13,3%
K_a=ρ.[1-Dt/(CP+D)]	**8,0%**	**7,4%**	**7,0%**	**6,7%**	**6,5%**	**6,4%**	**6,3%**	**6,2%**	**6,1%**	**6,0%**

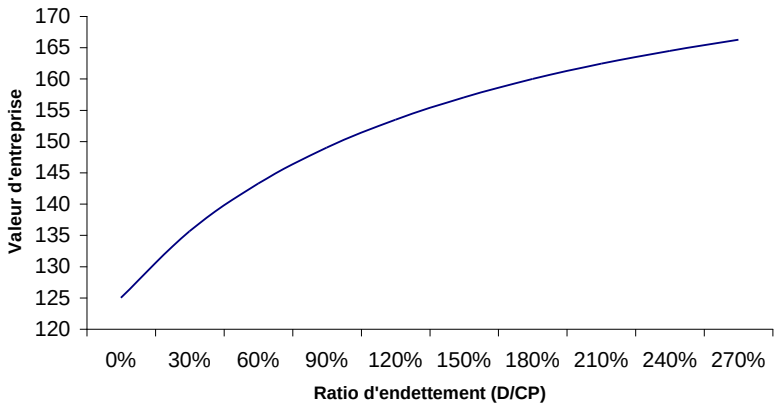


Dans ce cas, la valeur d'entreprise qui correspond à la somme des flux de trésorerie futurs actualisés au coût du capital – dès lors supposé de plus en plus faible - est d'autant plus importante que le ratio d'endettement est élevé.

Le tableau et le graphique ci-après présentent une analyse de la sensibilité de la valeur d'entreprise au niveau du ratio d'endettement (D/CP). Par souci de simplification, la valeur d'entreprise est supposée correspondre à une rente perpétuelle de flux de trésorerie d'un montant annuel fixé à 10 et capitalisé au coût ajusté du capital.
Les hypothèses de structures financières (montants des capitaux propres et de la dette) et de coût de la dette sont les mêmes que celles qui sous-tendent le tableau n°1.

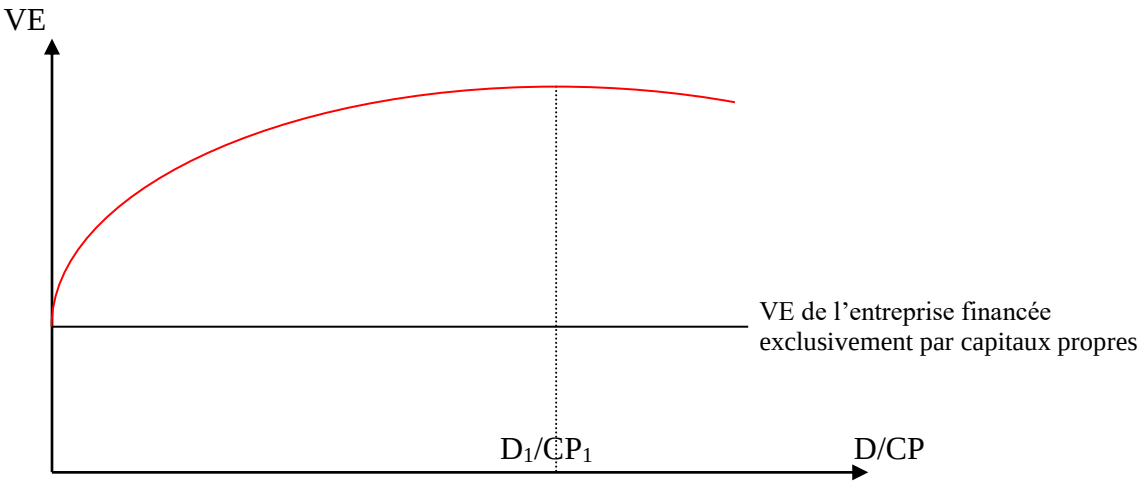
Tableau n°2 et graphique n°2 : sensibilité de la valeur d'entreprise au ratio d'endettement dans l'hypothèse où le taux de rémunération des prêteurs est constant

Capitaux propres (CP)	100	77	63	53	45	40	36	32	29	27
Dette (D)	0	23	38	47	55	60	64	68	71	73
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
D/CP	**0%**	**30%**	**60%**	**90%**	**120%**	**150%**	**180%**	**210%**	**240%**	**270%**
r	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
$K_a=\rho.[1-Dt/(CP+D)]$	8,0%	7,4%	7,0%	6,7%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%
Flux de trésorerie annuel	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Taux de capitalisation (K_a)	8,0%	7,4%	7,0%	6,7%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%
Valeur d'entreprise	**125**	**136**	**143**	**149**	**153**	**157**	**160**	**162**	**164**	**166**



Si, en revanche, les prêteurs relèvent leur exigence de rémunération à partir d'un certain niveau d'endettement (D_1/CP_1), l'augmentation du coût du capital qui en résulte se traduit par une diminution de la valeur d'entreprise pour toute progression du ratio d'endettement. Le graphique d'évolution de la valeur d'entreprise en fonction du ratio d'endettement est alors le suivant :

Graphique n°3 : sensibilité de la valeur d'entreprise au ratio d'endettement dans l'hypothèse où le taux de rémunération des prêteurs est augmente à partir d'un certain niveau d'endettement



L'analyse empirique de l'impact de la fiscalité sur la structure financière des entreprises est abondamment traitée dans la littérature financière. Feldstein, Green et Sheshinski (1979)[3], Fung et Theobald (1984)[4], Hamada et Scholes (1985)[5], Ang et Megginson (1990)[6] montrent que la fiscalité n'a pas d'influence décisive sur l'endettement.

Goffin (1963[7] et 1966[8]) montre que, sur une longue période, le ratio d'endettement des sociétés françaises n'est pas directement influencé par l'avantage fiscal alors que celui-ci connaît des variations sensibles. Taggart (1985)[9] puis Bernake et Campbell (1988)[10] aboutissent aux mêmes conclusions sur la base d'un échantillon de sociétés américaines.

[3] Feldstein M., Green J. et Sheshinski E., "Corporate Financial Policy and Taxation in a Growing Economy", *Quarterly Journal of Economics*, août 1979
[4] Fung W. et Théobald M., "Dividends and Debts Under Alternative Tax Systems", Journal of Financial and Quantitative Analysis, mars 1984
[5] Hamada R. et Scholes M. "Taxes and Corporate Financial Management", *in* E. Altman et M. Subrahmanyan eds, *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, Illinois, Irwin, 1985
[6] Ang J. et Megginson W., "A test of the Before-Tax Versus After-Tax Equilibrium Models of Corporate Debt", *Research in Finance 8* (JAI Press), 1990
[7] Goffin R., "Les valeurs mobilières en France, 1873 à 1913", *in* R. Goffin et C. Morrison, *Questions financières au XVIII et XIX° siècle*, Paris, PUF, 1963
[8] Goffin R., "L'autofinancement des entreprises", Paris, Sirey, 1966
[9] Taggart Jr R., "Secular Patterns in the Financing of US Corporations", in B. Friedman ed, *Corporate Capital Structures in the United States*, Chicago, University of Chicago Press, 1985
[10] Bernanke B. et Campbell J., "Is there a Corporate Debt Crisis ?", *Brookings Papers on Economic Activity 1*,1988

Par ailleurs, Hamada (1969)[11] a établi la convergence entre le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) et la théorie de Modigliani et Miller. En partant de la valeur de l'espérance mathématique du rendement de deux sociétés - l'une endettée, l'autre financée exclusivement par capitaux propres - qui présentent le même risque industriel et qui ont la même espérance de résultat d'exploitation, Hamada retrouve, en l'absence de fiscalité, la formule [1] qui correspond à la seconde proposition de Modigliani et Miller (1958). En présence de fiscalité, Hamada retrouve l'un des principaux résultats obtenus par Modigliani et Miller (1963), à savoir le fait que la valeur des actifs de l'entreprise endettée est égale à celle de l'entreprise non endettée augmentée d'une rente perpétuelle d'économies d'impôts. La démonstration de cette convergence en l'absence de fiscalité d'une part, en présence de fiscalité d'autre part figure en annexe 2.

En dépit de l'existence la théorie de l'arbitrage – ou du compromis – décrite dans la partie suivante, Miller (1977)[12] justifie l'absence de maximisation de l'avantage fiscal engendré par la déductibilité des frais financiers en prenant en considération la fiscalité des personnes physiques. En effet, le sens de l'évolution du patrimoine des actionnaires (augmentation, stabilité ou diminution) dépend du niveau de leur taux marginal d'imposition (sur les revenus d'actions et d'obligations) et du taux de l'impôt sur les sociétés.

En particulier, si $(1-t_{po})=(1-t_s)(1-t_{pa})$, où t_{po} désigne le taux d'imposition des personnes physiques sur les revenus d'obligations, t_{pa} désigne le taux d'imposition des personnes physiques sur les revenus d'actions et t_s désigne le taux d'imposition des sociétés, alors l'augmentation de l'endettement n'a aucun impact sur la valeur d'entreprise.

2. Théorie de l'arbitrage

La théorie de Modigliani & Miller (1963) en présence de fiscalité montre que la firme qui réalise des bénéfices imposables peut accroître sa valeur d'entreprise en ayant recours à l'endettement afin de disposer d'un actif supplémentaire qui correspond à une rente perpétuelle d'économies d'impôts. Il semblerait alors que la maximisation de la valeur d'entreprise passe par la maximisation de l'endettement tant que le coût de la dette demeure inférieure à la rentabilité économique.

[11] Hamada RS., "Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n°1, mars 1969
[12] Miller MH. , "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, vol. 32, n°2, mai 1977

En outre, l'augmentation du ratio d'endettement génère des coûts de faillite. Ces coûts qui réduisent la valeur d'entreprise ne sont plus compensés, à partir d'un certain stade, par l'avantage fiscal. L'accroissement de l'endettement se traduit en effet par une augmentation du service de la dette (paiement des intérêts et remboursement du principal). Dès lors, l'entreprise qui ne parvient pas à réunir les liquidités nécessaires pour faire face à une échéance est en situation de faillite[13]. Le risque de faillite provoqué par l'endettement engendre deux types de coûts. Le premier concerne les coûts directs qui comprennent la rémunération de l'administrateur judiciaire, les honoraires des avocats et le paiement de frais judiciaires divers. Le second porte sur les coûts indirects engendrés par la baisse de notoriété. Il peut alors s'agir de la rupture de relations avec certains fournisseurs, ce qui oblige la société à se tourner vers d'autres sources d'approvisionnement, plus coûteuses et éventuellement moins fiables et de la méfiance de la clientèle qui, craignant une baisse de la qualité des produits et, dans la distribution, l'absence à terme de service après vente, se tourne alors vers d'autres entreprises.

En outre, Stiglitz (1972)[14] et Titman (1984)[15] soulignent que les emprunts qui donnent lieu à des échéances fixes conduisent à une augmentation du risque de faillite. Ceci engendre un coût additionnel que supportent les actionnaires.

L'estimation des coûts de faillite est abordée par un grand nombre de travaux de recherche. Weiss (1990)[16] les évalue, sur la base d'un échantillon de 37 entreprises américaines étudiées sur la période 1979-1986, à 3% de la valeur comptable des sociétés en faillite ou à 20% de la valeur de leurs actions relevée un an avant leur faillite.

---

[13] En France, dans le cadre de la loi de 1985 sur les procédures collectives, le Président Directeur Général (PDG) de la société doit alors demander au Président du Tribunal de Commerce pour les sociétés commerciales (ou au Président du Tribunal de Grande Instance pour les sociétés civiles et les associations) l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. L'ouverture de cette procédure est marquée par le dépôt des comptes, et notamment du bilan de la société, au greffe du Tribunal de Commerce. Dès lors commence une période dite d'observation, d'une durée généralement de 6 mois, fixée par le Président du Tribunal pendant laquelle, d'une part aucune dette n'est exigible, d'autre part, le PDG est soit remplacé, soit assisté d'un administrateur judiciaire qui analyse la faisabilité d'une poursuite de l'activité, reçoit les repreneurs potentiels et réalise un bilan économique et social de l'entreprise. Ce bilan le conduit à proposer au Président du Tribunal, à l'issue de la période d'observation, de statuer de trois façons possibles. La première est de décider la poursuite de l'activité avec les dirigeants en place. La dette peut alors bénéficier d'un moratoire qui prend la forme d'un rééchelonnement des échéances et/ou de la réduction – voire l'annulation – des intérêts. Toutefois, en tout état de cause, ce moratoire ne se traduit pas par des abandons de créances de la part des prêteurs. La seconde est de décider la cession à un repreneur dont le montant payé pour la reprise sert à effacer tout ou partie de l'endettement. Soucieux de la sauvegarde de l'emploi, le Président du Tribunal peut ordonner l'abandon de créances de la part des prêteurs. La troisième est de décider la liquidation, c'est-à-dire la revente des actifs et l'utilisation du produit des cessions pour rembourser tout ou partie de la dette, voire, en cas d'excédent de la valeur des actifs sur le montant de la dette, pour indemniser les actionnaires. Dans la mesure où la responsabilité des actionnaires est limitée au montant de leurs apports, tout se passe comme si la propriété des actifs était transférée aux créanciers qui supportent alors une partie des pertes de la société.

[14] Stiglitz JE. ., "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Takeovers", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol 3, 1972

[15] Titman S. ., "The Effects of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision", *Journal of Financial Economics*, vol 13, 1984

[16] Weiss L. ., "Bankruptcy Resolution : Direct Costs and Violation of Priority of Claims", *Journal of Financial Economics*, octobre 1990

Warner (1977)[17] s'est penché sur les faillites des sociétés de chemin de fer. Il estime la durée de leurs faillites en moyenne à 13 ans et leur coût au double de celui des sociétés industrielles. Les coûts directs de faillite de ces sociétés sont évalués à 5,3% de leur valeur d'entreprise déterminée un an avant leur faillite et à 1,4% de la valeur d'entreprise constatée 5 ans avant.

Plus récemment, Andrade et Kaplan (1988)[18] soulignent que les coûts de faillite sont pour partie fixes. Le montant de frais fixes correspond aux dépenses engagées par les créanciers en vue de recueillir des informations sur la société en situation de faillite.

Selon Fan et Sundaresan (2000)[19], la situation de faillite conduit les créanciers à accepter une restructuration de la dette. Celle-ci passe par une renonciation au paiement des intérêts (coupons) et à un réaménagement du service de la dette de telle sorte que la valeur des actifs de la société redevienne supérieure à un montant considéré comme le seuil de liquidation de la société.

A titre illustratif, 3 sociétés qui ont les mêmes actifs d'une valeur espérée de 1 000 dans 1 an ont la même valeur d'entreprise quel que soit leur niveau d'endettement respectif sous réserve que les éventuels coûts de faillite ne soient pas pris en compte. En effet, les entreprises 1 et 2 ci-dessous qui auront dans un an la même trésorerie à répartir entre créanciers et actionnaires, une fois leurs actifs revendus, ont la même valeur d'entreprise (926) à taux d'actualisation identique (8%). L'entreprise 1 qui a une dette de 400 peut la rembourser intégralement et verser 600 aux actionnaires. l'entreprise 2 qui a une dette de 1 500 la rembourse seulement à hauteur de 1 000 et ne peut rien verser aux actionnaires ;
En l'absence de coûts de faillite, la variation du montant de la dette - y compris jusqu'à un niveau qui crée une situation de faillite - modifie la répartition de la richesse entre les actionnaires et les créanciers sans changer la valeur d'entreprise.

Tableau n°3: exemple d'impact des coûts de faillite sur la valeur d'entreprise

Société	1	2	3
Valeur des actifs dans 1 an	1000	1000	1000
Coûts de faillite	0	0	100
Trésorerie à répartir	1000	1000	900
Dette	400	1500	1500
Cash pour les créanciers	400	1000	900
Cash pour les actionnaires	600	0	0
Taux d'actualisation	8%	8%	8%
Valeur d'entreprise	926	926	833

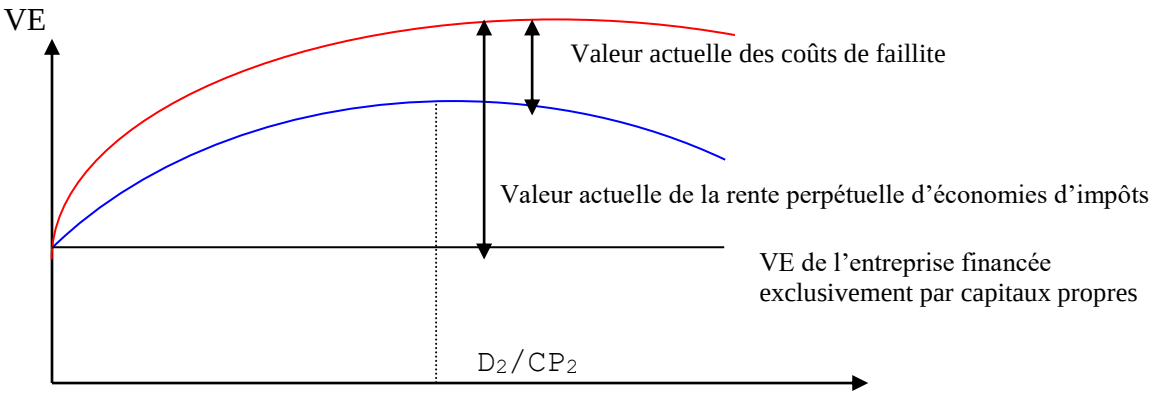
En revanche, la prise en compte de coûts de faillite (cas de la société 3) réduit la valeur d'entreprise dans la mesure où ces coûts doivent être assumés par la firme ; ils sont donc prélevés sur la trésorerie disponible, avant tout partage entre les créanciers et les actionnaires.

[17] Warner J., "Bankruptcy Costs : Some Evidence", *Journal of Finance*, mai 1977
[18] Andrade G. et Kaplan SN., "How Costly is Financial (Not Economic) Distress ? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed" *Journal of Finance*, vol, n°5, Octobre 1998
[19] Fan H. et Sundaresan S., "Debt Valuation, Renegotiation, and Optimal Dividend Policy", *Review of Financial Studies*, vol 13, 2000

La prise en compte par le marché du risque de faillite se traduit par conséquent par une diminution de la valeur d'entreprise. Cette baisse correspond à la valeur du montant actualisé des coûts de faillite Dans ce cas, le ratio d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur d'entreprise d'une société se situe à un niveau plus faible que celui qui résulte de la seule prise en compte de la rente perpétuelle d'économies d'impôts.

Le graphique d'évolution de la valeur d'entreprise en fonction du ratio d'endettement est alors le suivant :

Graphique n°4 : sensibilité de la valeur d'entreprise à l'endettement
après prise en compte de la fiscalité et des coûts de faillite



En conclusion, toujours selon Goffin (2001)[20], le taux d'endettement optimal constitue un taux d'endettement cible vers lequel la firme essaie de tendre lorsqu'elle doit prendre des décisions de financement. Cette théorie part de la neutralité de l'endettement sur un marché parfait développée par Modigliani et Miller. Puis elle met en balance l'avantage fiscal procuré par l'endettement et l'inconvénient dû au danger de faillite qu'elle induit. Elle détermine ainsi un taux d'endettement optimal (ou taux d'endettement cible). Ceci correspond à théorie de l'arbitrage ou *trade off theory*.

La théorie de l'arbitrage (*trade off theory*) est centrée sur l'existence d'un niveau d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur de la firme compte tenu de la rente perpétuelle d'économies d'impôts et de coûts de faillite engendrés par l'endettement

De nombreux auteurs – Harris et Raviv (1991)[21], Long et Malitz (1985)[22], Rajan et Zingales (1996) [23] - ont montré, à partir d'études empiriques, que les entreprises matures, dont l'actif comporte une part importante d'immobilisations corporelles ont un taux d'endettement plus élevé que les entreprises en forte croissance, dont l'actif est composé, pour l'essentiel, de frais de Recherche et développement (RD) et de dépenses de publicité qui ont été activés.

[20] Goffin R., *Op.Cit.*
[21] Harris M. et Raviv A., "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, mars 1991
[22] Long L. et Malitz I., "The Investment Financing Nexus : some Empirical Evidence ", Midland Corporate Financial Journal, printemps 1985
[23] Rajan R. et Zingales L., "What do we know about Capital Structure ? Some Evidence from International data", NBER Working Paper, octobre 1996

Cette situation est d'autant plus paradoxale que ce sont les entreprises en forte croissance qui ont le plus besoin de trouver des financements pour réaliser des investissements.

La théorie de l'arbitrage fournit une explication à cette situation. En effet, le coût de faillite est d'autant plus faible – ce qui place l'endettement optimal à un niveau d'autant plus élevé - que l'entreprise dispose d'actifs tangibles, susceptibles d'être revendus en cas de difficultés financières.

La théorie de l'arbitrage explique donc les différences de structure financière d'un secteur d'activité à un autre mais ne permet pas de justifier le différentiel de niveau d'endettement entre plusieurs entreprises d'un même secteur. Une étude de Kester (1986)[24] montre à cet effet que la rentabilité constitue un facteur explicatif de la structure financière : les entreprises les plus rentables sont les moins endettées.

[24] Kester C., "Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", *Financial Management*, printemps 1986