

3^{ème} épisode :

La relation de parité pour démontrer le théorème de Modigliani Miller (1958)

Il ressort de la présentation du bilan par le prisme des options (épisode précédent), que compte tenu de l'égalité actif-passif, à tout moment la valeur de l'actif (A_t) est égale à :

- la valeur d'une option d'achat (C_t) sur cet actif à un prix d'exercice égal à la valeur de remboursement de la dette (N)
- augmentée de la valeur actuelle au taux sans risque de cette valeur de remboursement (N)
- et diminuée de la valeur d'une option de vente (P_t) sur cet actif à un prix d'exercice égal à la valeur de remboursement de la dette (N).

On retrouve ainsi une égalité générale entre la valeur d'un actif et celles d'options d'achat et de vente sur cet actif à un même prix d'exercice et pour une même durée. Cette égalité appelée « relation de parité » est vérifiée quel que soit le niveau du prix d'exercice ; soit, s'agissant du bilan, quel que soit le niveau de la dette. Si ce n'était pas le cas, il serait possible de réaliser un arbitrage, c'est-à-dire de générer un gain certain sans risque et sans mise de fonds.

La relation de parité permet ainsi d'affirmer que, si le niveau de la dette impacte la répartition entre valeur des fonds propres et valeur de la dette¹, en l'absence d'opportunité d'arbitrage, le niveau de la dette ne change pas la valeur de l'actif.

Cette proposition est facile à démontrer à partir de la relation de parité. S'il est possible qu'un actif d'une valeur donnée à un horizon de temps donné puisse avoir une valeur présente différente selon que la structure financière utilisée pour acquérir cet actif est sans ou avec dette financière, il serait possible de réaliser un arbitrage rentable et sans risque².

La théorie des options offre ainsi une aide précieuse pour comprendre l'un des théorèmes majeurs de la théorie financière, à savoir le théorème de Modigliani Miller (1958) selon lequel : *en l'absence d'opportunité d'arbitrage, de coûts de friction (coûts de transaction, coûts d'information...) et d'impôt sur les sociétés, la valeur d'une entreprise est indépendante de la structure de son financement et est donnée par la valeur actuelle de ses revenus futurs actualisés au taux approprié à sa classe de risque.*

Certaines hypothèses retenues par Modigliani et Miller ont longtemps pollué la compréhension et *in fine* l'acceptation de leur théorème. Ainsi, dans la première version du théorème (1958), la dette financière était considérée comme sans risque et les frottements fiscaux liés à la déductibilité des intérêts de la dette financière étaient ignorés.

- En considérant une dette financière sans risque, Modigliani et Miller se fixaient un cadre particulier qui correspond à la relation de parité dans le cas où l'option de vente représentative du coût du risque est sans valeur. Cette hypothèse, réductrice, n'est donc pas indispensable dans notre analogie avec la relation de parité puisque celle-ci prend en compte le coût du risque sur la dette financière, comme le montre la relation de parité dans le cas général.

¹ par le biais du prix d'exercice des options d'achat et de vente

² dans le cas où l'actif financé sans dette vaut moins que l'actif financé avec dette il suffit de vendre une option d'achat, d'acheter une option de vente les deux à prix d'exercice égal au montant de la dette due à échéance et d'emprunter la valeur actuelle de ce montant.

- Quant aux aspects fiscaux dont les effets sont difficiles à appréhender du fait des multiples statuts possibles de fiscalité des dettes financières et des dividendes tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau des apporteurs de fonds, la relation de parité ignore ce sujet, ainsi que les autres éléments de frottements, comme les éventuels coûts de transaction et autres imperfections de marché (liquidité des marchés par exemple), qui sont également ignorés dans le cadre standard de la théorie financière.

Au final, la relation de parité apparaît comme l'outil idéal pour comprendre la proposition de Modigliani-Miller : les hypothèses requises sont plus généralement respectées, les arbitrages peuvent être plus facilement mis en œuvre.

Les conclusions de la Proposition (I) posée par Modigliani et Miller dès 1958 sont bien évidemment confirmées via la relation de parité : **la valeur d'une société ne dépend pas de la manière dont elle est financée**. Il en résulte également que le coût du capital, considéré comme le taux de rendement attendu pour un actif économique, dépend uniquement du couple risque-rentabilité qui est propre à cet actif économique et pas de la manière dont il est financé.