

ANALYSES THÉORIQUES DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE

JEAN-FRANÇOIS MALÉCOT,

PROFESSEUR, UNIVERSITÉ PARIS X NANTERRE

La question des défaillances est régulièrement posée à l'occasion de la publication des statistiques recensant le nombre de procédures judiciaires ouvertes, tel ou tel mois ou l'année écoulée. De façon récurrente, elle se retrouve au premier plan lors d'événements comme le dépôt de bilan d'une grande entreprise. La littérature économique trouve également, dans ce phénomène, la source d'analyses théoriques, souvent inductives, plus rarement déductives ; dernièrement, comme nous le verrons ci-dessous, la question des défaillances est revenue au centre de quelques modélisations des transmissions des crises économiques.

205

Mais cette question déborde le champ d'une discipline particulière¹ ; le problème est tout à la fois d'ordre juridique, économique, financier, social et stratégique. L'objet de cet article est de présenter une synthèse des trois grandes perspectives d'analyses théoriques des défaillances d'entreprise qu'il convient de distinguer.

Nous nous intéresserons tout d'abord à la perspective la plus générale, celle de l'analyse macro-économique ou pluri-sectorielle qui vise à dégager les principaux facteurs déterminants de l'évolution globale des flux. Ensuite, nous nous pencherons sur ce qu'on peut appeler le processus de défaillance ; il s'agit ici de relier les aspects micro-économiques et macro-économiques, en se référant essentiellement à l'analyse de la firme. Enfin, nous nous consacrerons aux aspects strictement financiers, afin d'étudier, en mettant de côté toutes les autres considérations, le cadre de raisonnement dans lequel l'analyse spécifique du risque et des coûts de défaillance se situe, avec pour objectif d'en tirer des enseignements pour la politique de financement de

¹ Rappelons ce que disait Popper au sujet des découpages disciplinaires : « Ce qu'on appelle discipline scientifique n'est rien d'autre qu'un conglomérat de problèmes et d'essais de solution, qui a été délimité et construit artificiellement. Seuls existent réellement les problèmes et solutions, et les traditions scientifiques », p. 79, in T. Adorno et K. Popper, « De Vienne à Francfort, la querelle allemande des sciences sociales », éd. Complexe, 1979.

l'entreprise. Mais auparavant, il importe de s'intéresser aux faits, tels que les statistiques les construisent, et aux définitions de la défaillance, découlant essentiellement du cadre juridique prévalant.

LES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES : FAITS STATISTIQUES ET DÉFINITIONS

Analyser une photographie de la situation actuelle ne permettrait guère de comprendre le phénomène de la défaillance, qui relève plutôt d'une analyse sur longue période : au moins une dizaine d'années avec des données mensuelles pour l'étude des mouvements et retournements conjoncturels, voire beaucoup plus si l'on s'intéresse aux évolutions annuelles. Les statistiques repèrent le plus souvent des entités économiques définies par le droit en vigueur : mais derrière la permanence affichée par la série, n'y-a-t-il pas de profonds changements de cadre ?

Quels sont donc les faits sur longue période et quelles sont les définitions juridiques du phénomène ?

Les faits sur longue période

Les statistiques montrent que les défaillances d'entreprises représentent un phénomène permanent et marquant de la vie économique de pays comme la France, l'Angleterre ou les Etats-Unis.

C'est un phénomène permanent si l'on en juge par le nombre de faillites recensées chaque année, depuis l'aube du XIX^e siècle jusqu'à nos jours (*voir Levy-Leboyer, Bourguignon, 1985; Marco, 1985; Chauveau, Medjaoui, 1988*). On est également frappé par la croissance continue du phénomène : le nombre de défaillances ne cesse de s'accroître en tendance.

Les statistiques de défaillance, qui relèvent toutes d'une série d'opérations d'enregistrements liées à des catégories du droit, permettent-elles de saisir l'ampleur du phénomène de la défaillance comprise cette fois comme un risque ? L'entreprise exposée au risque de défaillance est-elle seulement celle relevée par les statistiques des bulletins officiels, voire par celles qui sont directement concernées (c'est-à-dire qui ont fait l'objet d'une assignation en justice pour non-paiement, non suivie d'effet, ou qui en sont menacées).

Les définitions juridiques de la défaillance

La mise en relation d'un phénomène sur une aussi longue période peut être trompeuse, rendant d'autant plus délicate toute tentative de modélisation : ainsi, il importe de ne pas oublier que la faillite, terme générique qui n'a d'ailleurs plus de sens juridique véritable aujourd'hui, est une expression

relative à un cadre qui a subi une évolution considérable. Nous sommes passé, pour la France, du régime du Code de Commerce de 1807, d'une extrême sévérité pour les commerçants, aux réformes de 1985 ; entre-temps, il y eut une réforme en 1838, la loi du 4 mars 1889, les réformes de 1955 et 1967 pour ne citer que les plus importantes. La dernière refonte du cadre remonte à 1985 (mise en application en 1986).

Nous utiliserons ici les termes de défaillance et de faillite, de façon strictement équivalente, dans les sens habituellement réservés par le droit en vigueur de nos jours, pour qualifier les situations concrètes d'entreprises directement confrontées (ou en situation d'être menacées) par les procédures judiciaires de redressement (ou leurs équivalents à l'étranger comme par exemple le *Bankruptcy Reform Act* aux Etats-Unis). Toujours au sujet du sens des termes et de leur signification différentielle dans le temps, deux idées sont à retenir ; en premier lieu, et ce depuis le droit romain (avec la procédure du *venditio bonorum*), les droits des faillites sont des procédures collectives, donc générales et publiques, visant soit à éliminer (ou liquider), soit à permettre le redressement de l'entreprise considérée. En second lieu, à l'origine de ces procédures, il y a en général l'insolvabilité d'un débiteur : on disait aussi bien cessation des paiements ou incapacité de faire face avec l'actif disponible au passif immédiatement exigible ; or, ce fait générateur des procédures, que l'on parle d'insolvabilité ou de cessation des paiements, est-il précisément défini soit sur le plan juridique, soit sur le plan économique ou financier ? Sur le plan juridique, la cessation des paiements signifie qu'un débiteur ne paye pas, à l'échéance prévue, ce qu'il s'était engagé à verser : un seul incident de paiement suffirait sur le plan des principes.

207

Cependant, la pratique des affaires n'est que rarement aussi simple ; actuellement, c'est au tribunal compétent d'apprécier cette situation et la jurisprudence montre qu'une « simple » cessation des paiements ne suffit pas, l'évaluation menée par le tribunal étant plus globale. Sur quoi est alors fondée cette appréciation ? Des analyses financières par exemple : rentabilité ou pertes, poids des frais financiers, capacité de remboursement, composition du passif de l'entreprise. Mais elle repose aussi sur le refus des créanciers actuels ou susceptibles de le devenir, de contribuer à un nouveau financement, voire simplement de donner un délai supplémentaire : l'entreprise n'est plus considérée, dans sa forme présente et par son environnement économique, comme une activité viable (*a going concern* dans la littérature anglosaxonne)².

² Nous remarquerons que les demandes d'ouverture de procédures judiciaires font partie de l'arsenal des moyens de pression vis-à-vis d'un débiteur jugé comme récalcitrant. Mais dans le cas français tout au moins, les tribunaux s'efforcent de distinguer l'avertissement destiné à obtenir ce paiement, et la cessation de paiements. Ainsi, en 1989, pour un échantillon de 21 267 entreprises qui ont été assignées par créancier, on observe seulement 14 595 jugements d'ouverture : 4 fois sur dix, il y a donc radiation de l'assignation.

En tout état de cause, il y a là recouvrement des prescriptions pratiques du droit ou de la gestion qui pose, à tout le moins, la question du rôle de chacune de ces pratiques dans la détermination du phénomène ; pour donner la mesure exacte de la question, nous observons que les relations créanciers-débiteurs dans leur ensemble peuvent être influencées, pour toutes les entreprises qui sont susceptibles de les subir, par les conséquences d'un risque de défaillance éventuelle. Tout simplement parce que les coûts d'une défaillance peuvent représenter un poids probable tel qu'ils déterminent les paramètres de la fonction de choix d'une structure financière alors que la défaillance n'est encore qu'un risque mineur, surtout si on les met en regard avec certains avantages spécifiques (fiscaux notamment) liés à l'endettement. Par conséquent, si les défaillances paraissent soumises à la loi de l'évidence statistique, leur permanence et leur caractère marquant n'en subissent pas moins des variations importantes, qui peuvent concerner l'ensemble des entreprises d'un système concurrentiel national voire international, et cachent peut-être des imprécisions quant à la définition du fait générateur, qui conditionne pourtant la mesure globale du flux.

Les confusions de causalité

208

C'est là un premier aspect qui rend délicate l'appréhension de la question. Il y en a un second, souvent occulté *de facto*, phénomène souvent rencontré lorsqu'il a déjà des implications financières dans la mesure où l'on apprécie ainsi l'insolvabilité ou la cessation des paiements : on ne peut considérer pour autant que les causes de défaillance sont exclusivement financières ; si tel était le cas, il y aurait confusion logique sur le partage des causes et des conséquences, la cause d'une difficulté financière pouvant être de nature stratégique par exemple. Cette confusion nous paraît être bien soulignée par le tableau ci-dessous (*Foster, 1986*). Il établit des distinctions selon deux critères : les entreprises en défaillance et les autres, les situations financières difficiles et les situations financières non difficiles. Quatre situations sont donc définies.

	Situation financière difficile	Situation financière non difficile
Entreprises en défaillance	a	b
Entreprises non défaillantes	c	d

Si l'on analyse la défaillance au seul vu des critères financiers, les situations décrites par la case b sont omises ; de même que si l'on voulait comprendre les conséquences d'une situation financière difficile, il conviendrait d'analyser les entreprises normales, non défaillantes, qui sont dans cette situation. Il y a donc risque de confusion des groupes si l'on cherche par exemple à prévoir les défaillances à l'aide de variables financières³. Il faudrait en fait constituer des groupes *a priori* en excluant des entreprises normales, les entreprises en situation financière difficile, les entreprises défaillantes, les entreprises qui le sont pour d'autres causes manifestes (grèves, technologie dépassée, etc.) que financières, et ce pour ne conserver que les entreprises relevant du cas a. Il va sans dire que cet examen est le plus souvent omis dans les études empiriques. Quelle est alors la validité théorique de telles études, si tant est que leur validité empirique soit acquise⁴ ?

Le flux des défaillances tel que nous le connaissons aujourd'hui n'indique donc que de façon relativement imprécise les caractéristiques et l'ampleur de ce phénomène. Si le fait générateur est d'ordre financier, il n'épuise absolument pas l'ensemble des facteurs causaux. L'étude du phénomène se justifie peut-être par l'ampleur même des faillites : mais il se justifie également par les conséquences que le risque de défaillance de l'entreprise, en ce qu'il est en partie lié à l'endettement de la firme et analysé en tant que tel, a des conséquences sur les modalités de certains de ces choix financiers comme la détermination d'une structure de financement : existerait-il alors une structure optimale de financement ? Comment l'atteindre ? De quels types de facteurs dépendrait-elle ? Telles sont les questions que l'on peut alors se poser.

Dans cette mesure, en restant dans la ligne des interprétations philosophiques de Canguilhem (1966) dans le domaine médical ou celles,

³ Il existe toute une littérature qui porte sur la prévision des défaillances. La méthode statistique la plus fréquemment utilisée est l'Analyse Discriminante Linéaire ou quadratique. pour une revue de la littérature, on se reportera à Altman (1983 et 1984). Des articles plus récents mettent en doute la validation de certains résultats. Il est à souligner que la plupart de ces modèles sont alimentés exclusivement par des variables financières (cf. Malécot, 1986).

⁴ Voir les références citées dans les bibliographies des articles de Pinches (1980) et Malécot (1986). On consultera également Foster (1986) et certaines publications du Journal of Accounting Research (de l'année 1987 notamment) pour un réexamen détaillé des critères de validation des résultats en matière d'analyse discriminante appliquée à la prévision des défaillances. Ces travaux montrent la faible qualité de ces méthodes quand on les compare avec les prévisions d'analystes financiers : se reporter à Chalos (1983), Doukas (1986), Malécot (86). Pinches (1980) recense quant à lui l'ensemble des problèmes liés à l'utilisation de l'analyse discriminante pour la prévision des défaillances. Sur cette dernière question, les travaux récents ne montrent guère d'amélioration : sur données annuelles, on peut prévoir approximativement un an à l'avance, mais guère de façon vraiment crédible et opérationnelle au-delà. Mais il convient de relever que l'intérêt de ces méthodes, fondées finalement sur l'analyse financière la plus classique réside en réalité dans les économies de temps et de main-d'œuvre liées à l'automatisation des opérations de traitement de l'information. Pour une société de factoring, par exemple, répondre presque instantanément sur la solvabilité d'une entreprise peut faire partie de son argumentation commerciale (et de son efficacité !) vis-à-vis de ses clients. Mais il s'agit sans doute plus de prévisions d'incidents de paiement que de prévisions de défaillance d'entreprises.

sociologiques, de Durkheim (1935), l'état pathologique, ici examiné sous le seul aspect de la défaillance d'une entreprise, se définit par rapport à d'autres états, soit la bonne marche de l'entreprise, on pourrait dire son excellence, soit sa situation financière normale : les distinctions ou les oppositions auxquelles on procède ne s'imposent donc pas d'elles-mêmes, naturellement. C'est peut-être un des fondements de l'analyse théorique des défaillances d'entreprises que de chercher les principes qui gouvernent la survie des entreprises parmi les raisons qui les font disparaître, ces principes et ces raisons ayant peut-être les mêmes bases.

Cette observation nous conduit dès lors à souligner le caractère peu opérationnel d'une analyse causale des défaillances qui serait centrée sur l'erreur : l'entreprise mal gérée est sanctionnée. Renvoyer le failli à la seule incompetence, c'est ignorer que la définition de la compétence n'est pas naturelle, c'est renvoyer hors du langage (gestionnaire) les possibilités d'une analyse du redressement, c'est confondre le risque, l'aléa et l'incertitude avec l'erreur, c'est évaluer un fait social à l'aide d'une catégorie « magique » ou « religieuse » (la faute).

Les analyses macro-économiques

210

Nous nous intéressons ici aux causes générales des défaillances d'entreprises. Par causes générales, nous entendons les facteurs qui affectent régulièrement, et globalement, des entreprises défaillantes. Il ne s'agit pas pour autant d'affirmer que ces facteurs, saisis à un niveau d'agrégation tel qu'il interdit justement d'en comprendre uniformément la portée, touchent uniformément les firmes et que la distribution de leurs conséquences soit identique selon les types d'entreprises ou les secteurs d'activité. Si l'on relève, par exemple, comme facteur causal global, l'évolution du rythme de la demande, on n'en affirme pas pour autant que cette variable a des répercussions homogènes pour toutes les entreprises.

On soulignera tout d'abord que la croissance du nombre de faillites ne se comprend guère sans la relier à l'évolution industrielle, figurant pour une part la croissance du parc d'entreprises, cet indicateur doit également être rapproché des créations de nouvelles unités. Or, la « mortalité » des firmes, toutes choses égales par ailleurs, est beaucoup plus élevée pour les firmes nouvellement constituées ; aussi, le nombre de faillites peut très bien s'accroître de par la seule diminution de l'âge moyen des firmes. Pour ces raisons, certains travaux empiriques introduisent en variables explicatives les variations de la production et le taux de création d'entreprises (*voir par exemple Altman, 1971*).

Si l'âge semble jouer un rôle, la taille de l'entreprise paraît également un facteur explicatif. Son rôle, dans un cycle économique, est cependant

controversé : selon Zarnowitz et Lerner (*Zarnowitz, 1985*), c'est plutôt en début de cycle que les faillites des grandes sociétés interviendraient, avant l'augmentation du nombre de faillites de petites entreprises.

Cependant, comme le soulignent Chauveau et Medjaoui (1988), une analyse en termes de démographie des firmes ne peut être considérée comme une véritable explication du phénomène (*op. cit.*, p. 87). Elle se substitue, plus ou moins artificiellement, aux véritables facteurs explicatifs. Ainsi, une entreprise plus jeune supporte des coûts fixes amortis sur des séries moins longues que pour les entreprises déjà installées ou bien ses besoins de financement sont tels que le moindre ralentissement de sa croissance s'avère fatal.

Par ailleurs, on relève deux autres ensembles de théories explicatives d'essence macro-économique : selon les uns, d'inspiration plutôt marxiste, la faillite est un moyen de disparition du capital, permettant de reprendre l'accumulation du capital quand celle-ci était ralentie ou stoppée du fait des taux de profit trop faibles. Le rôle des faillites serait devenu moindre à l'occasion du passage d'un système de régulation concurrentiel à un système de régulation monopoliste (*Aglietta, 1976*). Dans le même sens, en prenant une perspective historique, on pourrait soutenir qu'une entreprise individuelle connaît un risque de défaillance plus élevé alors que la grande entreprise aurait une survie auto-entretenu (*Edwards, 1975*).

Selon d'autres auteurs, la faillite est un moyen de régulation du nombre d'entreprises : les entreprises « marginales », caractérisées par des volumes de marchandises vendues ne permettant pas de couvrir la totalité des coûts fixes ni les coûts variables, vont disparaître (*Michaux, 1978*). Dans une perspective similaire, si le prix d'équilibre sur un marché donné est inférieur au coût variable moyen, déterminé en relation avec la génération moyenne du capital installé dans l'entreprise, celle-ci sera contrainte à faire faillite (*Salter, 1960*).

Toujours dans le même esprit, on peut relever d'autres explications qui sont cependant d'inspiration plus micro-économique. D'après Malinvaud (1981), l'obtention d'un financement externe est conditionnée par le strict maintien de la solvabilité. Donc, le profit dégagé sur l'ensemble du capital engagé (actif net plus dettes) et compte tenu de l'usure du capital, doit être systématiquement supérieur aux remboursements des créanciers de cette condition, on en déduit un ratio maximal d'endettement qui laisserait la contrainte de solvabilité inactive. Le taux de défaillance est alors fonction du taux de profit, de la liquidité de l'entreprise, du terme de l'endettement, du niveau des taux d'intérêts et de la durée d'utilisation du capital. En revanche, dans le modèle de Courbis (1974), c'est le niveau optimal d'investissement qui doit être proportionnel au montant des fonds propres disponibles.

L'autofinancement va permettre un déplacement continu de la contrainte d'endettement, faisant également reculer le risque de défaillance.

Beaucoup plus récemment, de nombreuses analyses ont permis de renouveler l'approche traditionnelle du lien entre défaillance et crises par une prise en compte des mécanismes micro-économiques conduisant à l'obtention d'un crédit. En effet, la garantie (hypothèque par exemple) sur laquelle le prêt est adossé permet au prêteur de moins recourir au rationnement en présence d'une asymétrie d'information vis-à-vis de l'emprunteur (*Bernanke, Gertler, 1988, et bibliographie de Artus-Lecoite, 1990*). Comme le montrent Artus et Lecoite (1990), la relation entre défaillance et crises est médiatisée par le rôle des garanties sur la valeur nette des entreprises : en effet, en période de récession, la baisse des prix et la baisse des cours boursiers amènent simultanément une chute de la valeur nette des entreprises et des besoins accrus de financement. Comme la garantie du prêt est moins bonne, les prêteurs vont rationner plus sévèrement les crédits. Ces éléments entraînent tous une hausse de la probabilité de faillite (et une baisse des investissements). Par ailleurs, les garanties devenant plus difficiles à récupérer et le taux d'intérêt s'élevant, des emprunteurs appartenant à une classe de risque plus forte sont attirés sur le marché du crédit (*Stiglitz et Weiss, 1981*)⁵.

212

Plusieurs modélisations économétriques ont permis de tester certaines des hypothèses que nous venons d'aborder. Une modélisation économétrique explicative du mouvement global des défaillances en France sur la période 1962-1987 est proposée par Chauveau et Medjaoui (1988). Elle retient en variables explicatives du taux de défaillance, le taux de création d'entreprises, la capacité de remboursement et le degré de concentration des entreprises dans la branche.

La récente montée des niveaux d'endettement a mis en lumière le lien entre le taux de défaillance d'entreprises et le taux d'endettement : qu'il s'agisse des économies nord-américaine, britannique ou française, on constate bien une corrélation positive entre les taux de défaillance et le ratio dettes sur production (*Bordes, Méliitz, 1991*). Ces derniers auteurs établissent une distinction entre la situation d'illiquidité où une firme solvable fait faillite en raison d'un déséquilibre temporel de ses échéances, et la situation d'insolvabilité, où la rentabilité à long terme de l'entreprise la place dans une mauvaise perspective. Dans leur analyse théorique, les profits de la firme sont supposés subir des chocs non anticipés ; un premier choc, qui suit une marche au hasard, touche la totalité des profits, le deuxième, stationnaire, n'a qu'une influence transitoire. La probabilité pour une firme rentable

⁵ D'après cet enchaînement, la forte disparition des entreprises de création récente (moins de trois ans) s'expliquerait par une offre de garanties plus faible. Une prise de risque plus grande de l'entrepreneur, et des conditions de financement plus difficiles (besoins supérieurs et profits moindres).

aujourd'hui d'être défaillante demain dépend de la variance des chocs dont l'influence est permanente ; elle subit un accroissement en fonction de la variance des chocs stationnaires. Les tests économétriques font intervenir également le taux de création d'entreprises, les termes de l'échange, les chocs sur la demande globale et la volatilité anticipée du prix des actifs financiers (outre les charges d'intérêts). Ils révèlent un effet positif de l'endettement des entreprises sur les défaillances. La volatilité du cours des actions semble avoir un effet plus net que celui des taux d'intérêt.

L'effet des taux d'intérêt est mis en évidence par Artus et Lecointe (1990) pour les Etats-Unis : selon ces derniers, la hausse du taux de défaillance résulterait plus des politiques monétaires induisant une hausse des taux d'intérêt que de la hausse du taux d'endettement.

Le processus de défaillance

La faillite peut s'interpréter comme la résultante d'un ensemble de forces concurrentielles qui visent à contraindre l'entreprise à adopter une norme de production compatible avec elles. Afin d'étudier ce processus qui conduit une entreprise vers la défaillance, nous allons distinguer deux types de phénomènes : des phénomènes dits de sphère réelle, où les conditions de production seront seules prises en compte, et des phénomènes de la sphère financière, où les conditions de fonctionnement du marché des fonds de financement des entreprises sont alors prises en considération. Nous supposons que toute entreprise s'efforce de survivre, que ses dirigeants agissent dans ce sens compte tenu des conditions concurrentielles présentes sur ses marchés, et qu'elle cherche à s'adapter le mieux possible aux évolutions constantes de la demande, des technologies de production et de l'offre de ses principaux concurrents.

213

Les stades du processus de défaillance

Trois stades méritent d'être distingués dans le processus qui conduit une entreprise vers la défaillance :

- A un premier stade s'opère la détermination des investissements souhaitables. Cette détermination correspond à l'effet de plusieurs facteurs sur la situation ou position concurrentielle de l'entreprise : l'évolution de la demande anticipée, les générations de capital actuellement en place dans l'entreprise, les générations de capital des principaux concurrents, les formes de rivalité en cours sur les marchés de la firme qui influent sur le taux de profit anticipé ; la notion d'investissements souhaitables exprime le fait que l'entreprise devrait investir un certain montant si elle veut maintenir (ou améliorer) sa position concurrentielle. A ce stade, est déterminé l'output potentiel.

• A un deuxième stade, interviennent principalement les contraintes financières : à l'issue de ce stade, l'entreprise connaîtra ses possibilités de financement externe et l'ensemble de ses investissements financièrement possibles. Si l'entreprise ne peut satisfaire aucune des exigences imposées par les marchés des financements externes (marchés des actions et des fonds prêtables), elle réalisera les seuls investissements qui soient compatibles avec son financement interne (qui dépend du taux de profit actuel et du taux de profit anticipé), investissements qui peuvent être bien inférieurs à ce qui aurait été souhaitable pour maintenir ou développer sa position concurrentielle. L'entreprise est donc en situation d'être moins compétitive et risque de faire faillite par défaut d'investir, en raison du rationnement du financement externe et de l'insuffisance du financement interne compte tenu des investissements souhaitables. Par contre, si elle peut satisfaire certaines de ces exigences, elle sera peut-être en mesure de réaliser plus d'investissements ; mais l'efficacité de ces investissements va dépendre des conditions financières obtenues, conditions qui peuvent peser sur le taux de marge et donc sur les prix et la rentabilité future.

• A un troisième stade, les résultats de la politique d'investissement réalisée sont observés : la demande à l'entreprise lui permet-elle de se situer au niveau de sa capacité de production rentable, ou bien est-elle inférieure ? Si les conditions financières ne sont pas satisfaites, le risque de faillite peut devenir plus pressant. Ce dernier stade permet de souligner que les entreprises qui subissent un même niveau de contraintes financières, peuvent connaître des évolutions très différentes : en effet, certaines firmes disposant d'une relative marge de manœuvre en matière de fixation des prix, peuvent accroître le taux de marge, en jouant sur les prix, et financer ainsi une part de leur processus de croissance.

Les cas polaires de défaillance

D'après ce schéma, la défaillance peut s'expliquer à plusieurs niveaux : soit parce que le niveau des investissements financièrement possibles est inférieur au niveau des investissements souhaitables sur le plan de l'évolution de la situation concurrentielle de l'entreprise ; soit parce que la rentabilité d'exploitation est insuffisante pour satisfaire aux contraintes de financement.

Dans le premier cas, on parlera plutôt d'une faillite par défaut d'investir, les causes de ce déficit d'investissement n'étant pas strictement dues à l'insuffisance des fonds disponibles ; comme il y a toujours comparaison du taux de profit espéré en général avec le taux de profit réalisable par la firme, il peut se faire que la situation concurrentielle de la firme ne soit pas compatible avec l'obtention d'un taux de profit normal. Comme il y a rationnement de financement, les variables financières peuvent même ne pas jouer de rôle apparent.

Dans le deuxième cas, la faillite est plutôt due à une insuffisance de résultats pour un certain niveau de contraintes financières : il y a donc inadéquation de l'output effectivement réalisé et de l'output rentable, les causes de l'inadéquation pouvant être très diverses, financières ou non financières. On dira alors qu'il y a faillite par manque de compétitivité pour satisfaire les contraintes financières. Soit les conditions financières sont trop lourdes pour une position concurrentielle donnée, soit les investissements effectivement réalisés ne permettent pas d'améliorer suffisamment la position concurrentielle (peut-être en raison des contraintes globales qui pèsent sur toutes les firmes : débouchés insuffisants, concurrence, etc.).

Ce schéma met donc au centre de la compréhension du processus de défaillance des entreprises les notions d'investissements concurrentiellement souhaitables, d'investissements financièrement possibles et d'investissements effectivement rentables ou réalisés. C'est sur la comparaison entre les capacités de production (de biens ou de services) potentielles, les capacités effectives et les capacités rentables que se joue l'évolution des défaillances, capacités déterminées par l'évolution des investissements.

On comprend alors le rôle ambigu des variables financières : dans le cas des faillites par défaut d'investir, il est tout à fait possible d'observer une structure financière relativement saine dans la mesure où un rationnement des fonds est intervenu. On est dans le cas décrit dans le tableau ci-dessus d'une situation financière non difficile ; en revanche, dans le cas d'une faillite par manque de compétitivité pour satisfaire un niveau de contraintes financières, on observera plus fréquemment des situations financières difficiles, même si les causes ne sont pas exclusivement de cet ordre.

215

Stratégies sociales et stratégies de gestion

Mais il faut aller au-delà de ces analyses pour comprendre la dynamique de la défaillance, en s'interrogeant sur l'aspect « écosystémique » de la notion de marché. Fondamentalement, suivant en cela Max Weber (*voir le chapitre II d'« Economies et Sociétés »*), on parle de marché dès lors qu'une pluralité d'agents spéculent sur des chances de profit qu'offre l'échange dans le cadre d'une concurrence. Cette concurrence nécessite une continuité des prévisions, une garantie et une régularité dans les relations entre agents ; si ces traits n'existent plus, pour un agent donné, il n'y a plus d'échange possible. Et c'est ainsi que l'on doit comprendre la défaillance : l'entreprise défaillante n'est plus portée (d'où la notion d'écosystème) par son environnement économique ; les créanciers ne croient plus à un rétablissement sans peine et n'accordent plus de délais ; les fournisseurs deviennent hésitants, les clients aussi. C'est donc une analyse de type sociologique qu'il conviendrait de mener pour les faillites d'aujourd'hui, comme J.-C. Martin l'a fait pour le XVIII^e siècle en France (*cf. Martin, 1981*). Par ailleurs, il a été

montré (*Malécot, 1985*) que les stratégies sociales ne sont pas sans influencer le risque de défaillance : la notion d'imposition de pratique, qui signifie la surdétermination de certaines stratégies de gestion par des stratégies sociales, permet de structurer en partie l'espace des défaillances. Cette surdétermination permet d'ailleurs également de relativiser la vision habituelle mais totalement tautologique, de la faillite due à l'erreur de gestion : comme il a été dit ci-dessus, le processus de défaillance s'explique par des écarts par rapport à des normes tant économiques que financières et sociales.

A propos de la défaillance de grands groupes industriels, Cohen (1989) évoque, pour qualifier l'origine des difficultés, une pathologie du système décisionnel. Il propose d'ailleurs une alternative au processus de défaillance tel que nous l'avons décrit au paragraphe précédent ; il cherche notamment à prendre en compte les caractéristiques particulières du système socio-politique français. La faillite de l'entreprise Creusot-Loire en est un exemple frappant, où stratégies sociales, stratégies de gestion et organisations politiques et administratives se superposent.

Pour conclure, on évoquera l'analyse possible des discours sur les défaillances d'entreprises. On retrouverait ainsi, très facilement, les « cités » évoquées par Boltanski et Thévenot (1991), les jugements sur les défaillances comme ajustement nécessaire aux richesses nouvelles à créer et à acquérir (voir la cité marchande) ou bien ceux sur l'inefficience productive des unités qui disparaissent (modèle de la cité industrielle). Le processus de défaillance pouvait alors être analysé comme la recherche d'un compromis à propos du maintien en activité d'une entreprise autonome. Si l'entreprise disparaît, c'est qu'elle ne se « justifie » plus (au sens où les auteurs entendent ce terme)⁶.

Structure du capital, risques et coûts de défaillance

En quoi le risque et les coûts éventuels d'une défaillance peuvent-ils influencer les choix des dirigeants en matière de structure de financement de leur entreprise ? Il est difficile d'aborder cette question sans faire allusion aux théorèmes proposés par les économistes financiers américains Modigliani et Miller en 1959 et 1963. D'après ces auteurs, pourvu que l'on observe un certain nombre de conditions quant à la perfection des marchés financiers, la structure de financement ne peut influencer l'évaluation que le marché fait d'une entreprise dans la mesure où cette évaluation est conditionnée par la rentabilité dégagée sur les actifs exploités : deux entreprises de mêmes caractéristiques réelles (portefeuilles d'actifs semblables) seront évaluées de la même façon, quels que soient leurs dosages, dans leur structure de

⁶ On consultera également l'analyse de Rivaud-Danset (1991) à propos de la relation banque-entreprise lors de la faillite ; on peut en effet s'y intéresser en analysant les comportements (sociaux) observables lors d'une défaillance dans la qualité d'un bien ou d'un service.

financement, de capitaux propres et de dettes. Les dettes sont toujours capitalisées au taux d'intérêt sans risque et les capitaux propres au taux de capitalisation correspondant à la classe de risque de ces deux firmes. Si l'on ne tient pas compte de l'imposition sur les bénéfices des sociétés (au taux habituel de l'IS), il y aura stricte équivalence. Au contraire, si l'on tient compte de cet IS, il y aura économies fiscales en raison de la déductibilité des intérêts sur la dette et par conséquent avantage à s'endetter pour profiter de l'effet de levier de la dette, l'effet de levier permettant de diminuer le coût d'obtention des sources de financement.

Il y aurait donc neutralité de la structure de financement sur l'évaluation de la firme ; on doit noter contrairement à ce qui est affirmé ici ou là, que cette neutralité n'est pas sans limites. En effet, il faut pour que le théorème soit valide et démontrable que les entreprises appartiennent à la même classe de risque et donc fassent l'objet d'une même évaluation de leurs rendements. Si tel n'était pas le cas, il y aurait peut-être une différence d'évaluation : le théorème prône en fait l'absence d'un risque financier consécutif au choix de telle ou telle structure financière. Les déterminants du risque de l'entreprise sont donc plutôt des déterminants réels, relatifs par exemple à la structure économique de son compte de résultat (part des charges salariales, couverture des coûts fixes, etc.).

Le théorème initial a fait l'objet d'un élargissement théorique de la part de Robichek et Myers (1966), Myers (1968), Stiglitz (1969 et 1974) et Fama (1978) pour ne citer que les articles les plus importants. Ainsi, d'après Fama, la condition essentielle pour que le théorème reste valide est que les agents individuels puissent dupliquer toutes les situations possibles au niveau des entreprises par des titres financiers spécifiques : la condition porte alors sur l'existence d'un marché complet de titres financiers. Si tel est le cas, le prix d'un titre dépend des probabilités des rentabilités dans les différents états de la nature, sans considération pour les décisions de financement des firmes.

217

Le risque et les coûts de faillite

Un moment, la question des coûts de défaillance est apparue alors comme centrale dans le débat concernant la présence éventuelle d'une structure optimale du capital. Chen et Kim (1979) rappellent que la structure optimale résulterait de l'égalité entre les avantages procurés par l'endettement (les déductions fiscales autorisées par les intérêts des emprunts) et les coûts de faillite éventuellement supportés par la firme (ou par ses actionnaires et ses créanciers, plus exactement). Sur cette question, les critères devinrent très vite d'ordre empirique : quelle est la nature des coûts de faillite et quelle est leur importance ? Les économies fiscales sont-elles si réelles (*cf. Cordes et Shefrin, 1983, par exemple*) ?

Finalement, Miller en 1977 avançait la double idée suivante : les coûts de faillite étaient extrêmement faibles (il s'appuyait sur les travaux de Warner, 1977), les économies fiscales également faibles à l'équilibre si l'on intégrait dans le raisonnement la fiscalité individuelle de l'agent (dans le cas par exemple d'un emprunt obligataire), les firmes offrant si nécessaire un taux d'intérêt supérieur pour les attirer et compenser l'effet de la fiscalité. Ce qui permettait d'en revenir à la neutralité initialement invoquée par l'article de 1959, au niveau de la firme, puisque Miller admet l'éventualité d'un équilibre global de l'offre et de la demande de fonds d'emprunt. Une grande partie de la littérature s'est alors orientée vers l'examen des effets fiscaux (*voir par exemple De Angelo et Masulis, 1980*) et la présence de clientèles fiscales, et de leurs conséquences sur les choix de structures financières (*Chen, 1978*).

Depuis, il faut convenir que cette question des coûts de faillite était devenue moins importante dans la mesure où l'on a sans cesse intégré dans l'analyse des aspects nouveaux. La perspective originale a en effet été élargie :

- à l'analyse des conflits d'agence relatifs aux divergences d'intérêts entre les protagonistes qui concourent au financement de l'entreprise ;
- à l'étude des asymétries d'information qui prévalent le plus fréquemment entre les dirigeants, les actionnaires et les créanciers ;
- à la prise en compte des questions des droits de contrôle de l'entreprise ;
- à l'interdépendance des décisions de financement, les caractéristiques produits fabriqués (ou leur appartenance industrielle) et les formes de stratégies en vigueur entre les firmes qui s'affrontent sur un marché.

On se reportera à Harris et Raviv (1991) pour une synthèse très détaillée de ces divers aspects théoriques, ainsi qu'à une revue des principaux tests empiriques.

Mais le risque de défaillance reste cependant un des facteurs clés dans ces nouvelles analyses : par exemple, c'est le risque des projets d'investissement futurs qui peut faire l'objet d'une manipulation au détriment des créanciers ; ceux-ci peuvent chercher à entreprendre des projets extrêmement risqués : ils seront les seuls à en bénéficier s'ils réussissent et feront partager les risques de défaillance aux créanciers non rémunérés pour cela. Donc, il peut y avoir un risque de substitution d'actifs juste après la décision d'endettement (*Jensen et Meckling, 1976*). On relève aussi le fait que le dirigeant-actionnaire, supposé averse au risque, supporterait un coût de faillite très important ce qui rend plus crédible son engagement personnel dans sa firme, son degré de participation devenant un signal vis-à-vis de l'extérieur de la qualité de la firme (*Leland et Pyle, 1977*). C'est ainsi que l'on peut interpréter la pratique de certains créanciers qui cherchent à prendre des garanties personnelles auprès des dirigeants, si l'entreprise seule ne le

permet pas de façon satisfaisante en relation avec les engagements respectivement pris.

Si la question du risque et des coûts de défaillance est devenue moins centrale dans l'analyse théorique actuelle, elle n'en reste pas moins une étape importante dans les raisonnements habituels concernant la compréhension des défaillances : comment expliquer alors les limites habituellement imposées à l'évolution des taux d'endettement ? Comment comprendre les critères d'analyse financière où la structure du passif et les capacités de remboursement sont étudiées attentivement ? Comment expliquer certaines formes d'endettement ? En réalité, la question des coûts de faillite n'avait pas fait vraiment l'objet d'un large examen puisque très peu d'études empiriques étaient finalement disponibles ; peut-être est-ce en raison des convictions suivantes de la plupart des auteurs et chercheurs : d'une part, ces coûts sont supposés exister ; d'autre part, ils sont faibles en espérance mathématique pour la majeure partie des firmes dans la mesure où la probabilité de défaillance est faible ; enfin, la défaillance peut se comprendre comme un simple transfert de propriété des actionnaires vers les créanciers ; si transfert il y a, c'est certainement parce que la valeur de la firme est supérieure dans cet état de la nature par rapport à sa valeur dans d'autres états de la nature (*cf. Haugen et Senbet, 1988*).

En amont se posent donc des problèmes d'agence, c'est-à-dire de rédaction de contrats, implicites ou explicites, et de contrôle pour que les conditions prévues soient effectivement respectées. Il importe alors de distinguer au sein des coûts de faillite les coûts d'une liquidation, qui sont supposés extrêmement lourds, des coûts de réorganisation, eux plus légers puisqu'il s'agit seulement de coûts de renégociation de dettes (*cf. Barnea, Haugen et Senbet, 1985*).

Si l'on adopte ce dernier point de vue, la théorie financière nous inviterait à distinguer deux types de situations. Celles où le risque concerne seulement une réorganisation du financement, voire un simple transfert de propriétés. Il s'agirait d'une situation que l'on pourrait qualifier de difficile. Et puis, il y a les situations où le risque concerne une liquidation de la firme. Selon que la firme affronte tel ou tel risque, l'anticipation des conséquences éventuelles d'une défaillance n'aura pas le même poids dans les décisions de financement. Par ailleurs, le fait même de risquer la défaillance et de devoir renégocier les contrats de dette, conduit à s'interroger sur le respect des règles de priorité de remboursement.

- Des coûts directs aux coûts de liquidation

Deux types de mesures empiriques sont donc à distinguer, selon que l'on réoese seulement le passif de l'entreprise ou que la liquidation de l'entreprise défaillante intervienne finalement.

- Les coûts de réorganisation du passif

Les coûts directs de la faillite sont représentés principalement par les coûts de renégociation des contrats de dette car dans cette perspective, la firme continue ses activités. C'est Warner (1977) qui avait le premier étudié ce type de coûts, en s'intéressant à quelques faillites de sociétés ferroviaires américaines et en les rapportant à la valeur de marché des actions. C'est cette étude qui a servi le plus à justifier la faible importance empirique des coûts de faillite. Selon lui, les coûts directs étaient en effet de l'ordre de 5 % de cette valeur de marché. Ang, Chua et McConnell avaient quant à eux estimés ces coûts à un niveau légèrement plus fort (ils ont étudié plutôt des firmes moyennes), soit de l'ordre de 7,5 % (de la valeur de bilan).

Plus récemment, toujours pour les Etats-Unis, Weiss (1990) les estime à 3,1 % de la valeur totale de la firme (somme de la valeur de bilan de la dette et de la valeur de marché des actions). Concernant des entreprises du secteur des transports routiers, Guffey et Moore (1991) aboutissent à un taux de 9,3 %, soit un chiffre supérieur à ceux d'autres secteurs (3,39 % dans le commerce, 4,31 % dans l'industrie et 0,53 % dans le secteur ferroviaire).

Pour le cas français, on ne note pas des écarts importants avec les résultats américains pour ce type de coûts (Malécot, 1986). Il faut noter qu'il existe des échelles légales de rémunération, fonction du nombre de créances à vérifier, du nombre de salariés et du chiffre d'affaires. Cependant, si l'on considère avec attention les plans de continuation d'activités tels qu'ils sont votés par les tribunaux (Malécot, 1991), la situation est moins favorable si l'on fait intervenir la durée de remboursement qui est prévue. Ainsi, une étude (Les Petites Affiches, 1990), qui porte sur 92 plans de continuation, montre que 72 cas prévoient un remboursement certes à 100 % mais étalé sur une dizaine d'années. Il est d'ailleurs intéressant de relever l'éventail des taux de remboursement proposés dans certains plans qui prévoient une option, l'éventail étant significatif des abandons de créances : on relève ainsi des taux de remboursement de 60 % sur des durées de 5-6 ans, de 50 % sur 3-5 ans, 40 % sur 2-4 ans et 20 % en une seule fois. Si l'on distingue le régime simplifié (qui concerne les petites entreprises en fait, soit 97,3 % des entreprises en redressement) du régime général, 60 % des Sociétés Anonymes bénéficient d'un plan de continuation. Ainsi, même si l'on prévoit un remboursement à 100 % des créances, le simple échelonnement en cas de poursuite de l'activité aboutit à des pertes actualisées extrêmement lourdes (de l'ordre de 50 % pour un taux d'actualisation de 6 %) ⁷.

7 Dans le cas spécifique des faillites bancaires, une étude récente (James, 1991) évalue à 30 % (de la valeur de bilan) le montant des pertes.

- Les coûts de liquidation

Il importe de noter que dans le cas de la France, le risque de défaillance est purement et simplement un risque de liquidation dans la mesure où la quasi-totalité des firmes qui affrontent les procédures collectives sont liquidées. Ainsi, en 1989, pour un échantillon de 17 617 procédures de redressement judiciaire ouvertes, 93,5 % ont été transformées en liquidation judiciaire. La distinction entre risque de réorganisation et risque de liquidation reste donc délicate à admettre telle que.

Pour en revenir à la mesure des coûts de liquidation, la raison principale de leur existence tient aux difficultés d'ordre divers rencontrées lors de la vente de biens professionnels d'occasion. Les biens sont rarement substituables ou complémentaires avec n'importe quel type d'actif. La réalisation de ces actifs se fait dans l'urgence. Il existe plusieurs indicateurs des coûts de défaillance. Si l'on retient l'écart entre la valeur de réalisation des actifs d'entreprises liquidées et la valeur du passif, les coûts de défaillance (liquidation) représentent en France, environ entre 30 et 60 % de la valeur (nominale) des créances selon les études menées sur la France. On est ainsi loin des résultats, en fait très particuliers, retenus habituellement à la suite des études de Warner. Récemment, White (1989) montrait que ces coûts étaient du même ordre aux Etats-Unis (de l'ordre de 60 %). Mais le jeu des privilèges vient fausser le sens d'un pourcentage moyen ; en France, c'est 43 % du passif qui est assorti d'un privilège. Un créancier chirographaire ne reçoit guère qu'un pour cent de sa créance, le créancier privilégié en recevant 8,5 % et le créancier super-privilégié perçoit quant à lui 68,26 % (*cf. Malécot, 1986*).

221

On notera que le taux de recouvrement de l'Assurance Générale sur les Salaires (qui bénéficie en grande partie du « super privilège » des créances salariales) obtient un taux de recouvrement de l'ordre de 36 % après liquidation de l'entreprise. Pour un organisme comme l'URSSAF, le pourcentage d'admission en non-valeur des créances d'entreprises liquidées est de 95 % (*Pagès, 1990, Les Petites Affiches*).

Selon Malécot (1991), les banques dont les prêts sont assortis d'une hypothèque estiment récupérer environ 60-70 % du capital prêté, et ce sans tenir compte du délai moyen de récupération (5 ans) ni des intérêts non capitalisés et qui sont perdus. Si l'on actualise ces données, les résultats, en termes de pertes sur le total des sommes effectivement prêtées, restent comparables avec les précédentes estimations.

Il en est d'ailleurs de même aux Etats-Unis, où une étude du ministère de la Justice (*citée par White, 1989*) indique que pour 500 firmes en défaillance, le rapport des dettes sur les actifs est de 7,3 et que le rapport des seules créances privilégiées sur le même actif est de 1. Par conséquent, il est clair

que le taux de recouvrement moyen sera largement inférieur à 100 %, même pour les dettes assorties d'une garantie.

La question qui se pose alors est d'ordre théorique : compte tenu de l'ampleur des coûts de défaillance, une structure optimale du capital peut-elle être définie par la seule équivalence en probabilité des avantages fiscaux (cf. *Levasseur et Olivaux, 1981 et Levasseur, 1985*) avec les coûts de défaillance. Par simulation, on peut montrer que la probabilité de défaillance devrait être quasi nulle pour qu'il y ait un équilibre des avantages et des coûts, si l'on suppose que les coûts de faillite sont de l'ordre de grandeur des coûts de liquidation.

La violation des règles de priorité

C'est un des aspects les plus récemment évoqués dans la littérature tant empirique que théorique. En effet, la protection des créanciers était supposée acquise par des règles dites d'absolue priorité, telles que les avaient édictées Fama et Miller (1972). Le problème posé vient qu'après un défaut de paiement et pour que l'entreprise puisse poursuivre ses opportunités d'investissements rentables, il faut financer en fait un projet dont la valeur actuelle nette est inférieure à zéro : aucun actionnaire ne sera tenté par ce type d'opérations (*Myers, 1977*). Il faut donc prévoir, pour que l'entreprise redémarre, un transfert de propriété ou un non-respect, négocié avec eux, du droit des créanciers. Weiss (1990) fait observer que sur 37 dossiers de firmes cotés en défaillance, les règles de priorité n'ont pas été respectées dans 29 cas. Dans les procédures dites du chapitre 11, Franks et Torous (1991) observent également de tels écarts avec la règle de la priorité absolue édictée par Fama et Miller.

White (1989) démontre qu'il n'y a pas de règles de priorité de remboursement des créanciers qui soient efficaces. Ce qui contredirait une variante du théorème de Coase, qui stipule qu'il n'y a pas d'implication économique de la détresse financière. On sait que le système d'enchères est un processus qui garantit une évaluation satisfaisante : Easterbrook (1990) justifie que la procédure de règlement des créanciers n'y fasse pas appel dans la mesure où le juge permet une renégociation plus efficace. Par ailleurs, la renégociation fait intervenir des types de créanciers différents (obligataire, bancaire, Etat) : cette renégociation peut conduire également à des inefficiences : qui prendra en charge le risque d'un abandon de projets dont la valeur actuelle nette serait positive ? Gertner et Scharfstein (1991) proposent un modèle théorique expliquant les conditions où l'investissement est inefficace, en raison des procédures de renégociation.

De la théorie aux stratégies de redressement

Il paraît maintenant clair, pour la plupart des théoriciens (*cf. notamment Myers, 1984 ; Myers et Majluf, 1984 ; Kim, 1989 ; Scholes et Wolfson, 1989*), que l'analyse des coûts d'une défaillance éventuelle liée à l'endettement en regard des seuls avantages fiscaux relatifs à la déductibilité des intérêts sur la dette, ne doit plus être menée sans se reporter à d'autres aspects des problèmes de financement de l'entreprise.

Ainsi, l'incertitude sur l'évolution future des bénéfices modifie les analyses sur les différentes possibilités de déductions fiscales. De même, la présence de plusieurs catégories d'agents, aussi bien parmi les créanciers (banquiers, fournisseurs, etc.) qu'au sein des actionnaires (actionnaires-dirigeants, agences de gestion collective de valeurs mobilières, etc.), vient compliquer l'analyse habituelle du lien entre structure du capital et risque de défaillance. Enfin, de récentes modifications des systèmes fiscaux (le *Tax Reform Act* de 1986 aux Etats-Unis ou la baisse du taux d'imposition des bénéfices non distribués en France, par exemple) remettent en cause les éléments de base de la comparaison des coûts (se référer à la fiscalité des dividendes notamment) des différentes sources de financement. Tous ces éléments débouchent sur la nécessaire prise en compte des coûts de transaction, d'information et de contrôle, en sus des coûts de défaillance et des coûts (ou des avantages) fiscaux divers.

223

Pour conclure en cherchant l'orientation des modélisations futures de la question, il convient d'insister sur plusieurs aspects :

— la défaillance d'une entreprise résulte d'une décision (*White, 1989 ; Cohen, 1989*) : l'analyse du processus de décision des différents agents impliqués dans le phénomène doit alors être menée ;

— l'analyse théorique en finance a souvent privilégié l'indépendance des décisions de financement et des décisions d'investissement : il faut s'attendre à un développement important de modèles remettant en cause cette hypothèse pour tenir compte des nouveaux aspects que nous avons évoqués. Les analyses théoriques des défaillances d'entreprises seront alors englobées dans un cadre élargi, intégrant l'endettement, le risque, l'investissement et la politique de versement de dividendes (*Williams, 1989*) ;

— à partir des coûts de défaillance, tels qu'ils sont évalués par les coûts de liquidation, il convient de s'interroger sur la situation des créanciers lors de l'étude des plans de redressement. La loi de 1985, entrée en application dès 1986, prévoit une période d'observation qui est supposée permettre une expertise des chances de redressement. Appliquer les règles juridiques de priorité permettra-t-il de sauver la firme, peut-être encore rentable fondamentalement ? L'étude des stratégies de redressement le montre bien (*Marmuse, 1990*) : l'accord des créanciers est prioritaire. Mais les coûts,

représentés par un simple étalement sur 10 ans des créances existant lors du démarrage des procédures collectives, sont non négligeables : ils apparaissent cependant moins lourds que les coûts de liquidation. Quelles sont les stratégies vis-à-vis des créanciers à mettre en œuvre ? (*Franks, Torous, 1989*) ;

— le rapport fonds propres sur endettement s'interprète comme un indicateur de capacité d'absorption des chocs aléatoires (*Mebra, Prescott, 1985, Mankiw, 1986*) : déterminer un ratio, individuel, qui tienne compte des diverses composantes aléatoires des séries de bénéfices et de remboursement de la dette devrait se développer bientôt.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

224

- Altman E.-I., « Corporate Financial Distress », New York, John-Wiley, 1983.
- Altman E.-I., « The success of Business Failure Prediction Models : an international survey », *Journal of Banking and Finance*, juin 1984, pp. 171-198.
- Artus P., Lecoq P., « Crise financière et crise de l'endettement privé aux Etats-Unis », Document Caisse des dépôts et consignations, novembre 1990.
- Barnea A., Haugen R.-A., Senbet L.-W., « Agency problems and financial contracting », Englewood-Cliffs, Prentice-Hall, 1985.
- Bernanke B.S., Gertler M., « Financial fragility and economic performance », *Quarterly Journal of Economics*, février 1987, pp. 87-114.
- Bolstanski L., Thevenot L., « La justification », Gallimard, 1991, 485 pages.
- Bordes C., Melitz J., « Endettement et défaillance d'entreprises en France », Document INSEE, 1991, 24 pages.
- Bulow J.-I., Showen J.-B., « The bankruptcy decision », *Bell Journal of Economics*, août 1978, pp. 437-456.
- Chalos P., « Financial Distress : a Comparative Study of Individual, Model and Committee Assessments », *Journal of Accounting Research*, automne 1985, pp. 527-543.
- Chauveau T., Medjaoui R., « Les faillites d'entreprises », *Revue de l'IPECODE*, juillet 1988, pp. 59-116.
- Chen A.-H., Kim E.-H., « Theories of Corporate Borrowing : a synthesis », *Journal of Finance*, juin 1976, pp. 371-387.
- Chen A.-H., « A theory of corporate bankruptcy and optimal capital structure », in J. Brinkler, *Handbook of Financial Economics*, Amsterdam, 1978.

- Cohen E., L'Etat brancardier, politiques du déclin industriel 1974-1984, Calmann-Levy, 1989.
- Cordes J.-J., Sheffrin S.-M., « Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt », *Journal of Finance*, mars 1983, pp. 95-105.
- De Angelo H., Masulis R., « Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation », *Journal of Financial Economics*, mars 1980, pp. 3-29.
- Doukas J., « Bankers Versus Bankruptcy Prediction Models : an Empirical Investigation, 1979-1982 », *Applied Economics*, n° 18, 1986, pp. 476-483.
- Edwards R.-C., « Stages in Corporate Stability and the Risks of Corporate Failure », *Journal of Economic History*, juin 1975, pp. 428-457.
- Foster G., « Financial Statement Analysis », Englewood-Cliffs, Prentice-Hall, 1986.
- Gertner R., Scharfstein D., « A theory of work-outs and the effects of reorganization laws », *Journal of Finance*, septembre 1991, pp. 1189-1192.
- Franks J., Torous W.N., « An empirical investigation of US firms in reorganization », *Journal of Finance*, juillet 1989, pp. 747-769.
- Guffey D.M., Moore W.T., « Direct Bankruptcy costs : evidence from the trucking industry », *Financial Review*, mai 1991, pp. 223-235.
- Harris M., Raviv A., « The theory of capital structure », *Journal of Finance*, mars 1991, pp. 297-355.
- Haugen R., Senbet L., « Bankruptcy and Agency Costs : their significance for the theory of optimal capital structure », *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, mars 1988, pp. 27-38.
- Jacquillat B., Levasseur M., « Signaux mandats et gestion financière : une synthèse de la littérature », *Finance*, avril 1984, pp. 7-84.
- Jensen M., Meckling W., « Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, pp. 305-360.
- Kim E.-H., « Miller's equilibrium, shareholder leverage clienteles, and optimal capital structure », *Journal of Finance*, mai 1982, pp. 301-319.
- Kim E.-H., « Optimal capital structure in Miller's equilibrium » in : *Financial Markets and Incomplete Information, Frontiers of Modern Financial Theory*, vol. 2, Bhattacharya S., Constantinides G.-M., Tottowa, Rowan et Littlefield, 1989.
- Levasseur M., « Debt, retained earning and taxes : an international perspective » in Altman E.-I. et Subrahmanyam M.-G., *Recent Advances in Corporate Finance Homewood*, Irwin, 1985.
- Levasseur M., Olivaux J.-L., « Théorie du financement des entreprises et évolution de la fiscalité française », *Revue Economique*, n° 3, 1981.
- Levy-Leboyer M., Bourguignon F., « L'économie française au XIX^e siècle. Analyse macro-économique », *Economica*, 1985.
- Malécot J.-F., « La mesure empirique des coûts de faillite : une note », *Finance*, octobre 1984, pp. 209-219.

- Malécot J.-F., « Les faillites au XVIII^e siècle dans la région du Val-de-Marne : une mise en correspondance », *Journal de la Société de Statistique de Paris*, n° 2, 1985.
- Malécot J.-F., « Sait-on vraiment prévoir les défaillances d'entreprises ? », ISMEA Sciences de Gestion, décembre 1985.
- Malécot J.-F., « Prévision statistique de la défaillance : questions de méthode et questions pratiques », *Banque*, janvier 1988, pp. 8-13.
- Malécot J.-F., « Faillite, règles de priorité et structure du capital », à paraître, *Cahiers du CEREG*, 1991.
- Mankiw M.G., « The equity premium and there concentration of agregate stocks », *Journal of Financial Economics*, 1986, n° 17, pp. 21-219.
- Marmuse C., « Stratégie du redressement d'entreprise », juillet 1990, 245 pages.
- Mehra R., Prescott E.C., « The equity premium : a puzzle », *Journal Monetary Economics*, 1985, volume 15, pp. 145-161.
- Marco L., « Bankruptcies and economic history : the example of France », *European Journal of Political Economy*, n° 4, 1985, pp. 385-408.
- Martin J.-C., « Le commerçant, la faillite et l'historien », *Annales ESC*, 1981, pp. 1251-1268.
- Miller M., « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, mai 1977, pp. 261-275.
- Modigliani F., Miller M.-H., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, juin 1968, pp. 261-297.
- Modigliani F., Miller M.-H., « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction », *American Economic Review*, juin 1963, pp. 433-443.
- Myers S.-C., « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, novembre 1977, pp. 147-176.
- Myers S.-C., « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, juillet 1984, pp. 575-592.
- Myers S.-C., Majluf N.-S., « Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors Do not Have », *Journal of Financial Economics*, n° 13, 1984, pp. 187-221.
- Pages J., Jeantin M., Saint-Alary Houin C., Meledo D., « Actes du colloque sur les entreprises en difficulté », *Les Petites Affiches*, avril 1990.
- Pinches G.E., Myers S.-C., « Problems in the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, juin 1966, pp. 1-35.
- Rivaud-Danset D., « La relation banque-entreprise : une approche comparée », *Revue d'Economie Financière*, 1991, printemps, pp. 105-118.
- Robichek A., Myers S.-C., « Problems in the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, juin 1966, pp. 1-35.
- Ross S.-A., « The Determination of Financial Structure : the Incentive-Signalling Approach », *Bell Journal of Economics*, printemps 1977, pp. 23-40.
- Scholes M.-S., Wolfson M.-A., « Issues in the Theory of Optimal Capital Structure », in *Financial Markets and Incomplete Information*, *Frontiers of Modern Financial Theory*, vol. 2, Bhattacharya S., Constantinides G.-M., Tottowa, Rowman et Littlefield, 1989.

- Scott J.-H., « A Theory of Optimal Capital Structure », *Bell Journal of Economics and Management Science*, printemps 1976, pp. 33-54.
- Scott J.-H., « Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure », *Journal of Finance*, mars 1977, pp. 1-19.
- Stiglitz J.-E., « A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem », *American Economic Review*, décembre 1969, pp. 784-793.
- Stiglitz J.-E., « On the Irrelevance of Corporate Financial Policy », *American Economic Review*, décembre 1974, pp. 851-866.
- Stiglitz J.-E., Weiss A., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, juin 1981, pp. 393-410.
- Van-Horne J.-C., « Corporate Liquidity and Bankruptcy Costs », Stanford University, Document de Recherche, 1976.
- Warner J.-B., « Bankruptcy Costs : Some Evidence », *Journal of Finance*, mai 1977, pp. 337-347.
- Weiss L.A., « Bankruptcy Resolution : Direct costs and violation of Priority of Claims », *Journal of Financial Economics*, octobre 1991, pp. 285-314.
- White M.-J., « The Corporate Bankruptcy Decision », *Journal of Economic Perspectives*, printemps 1989, pp. 129-152.
- Williams J., « Signaling with Dividends, Investment and Debt », in *Financial Markets and Imperfect Information*, S. Bhattacharya et G.M. Constantinides (éditeurs), Totowa, 1989, pp. 245-254.
- Wruck K.H., « Financial Distress, Reorganisation and Reorganizational efficiency », *Journal of Financial Economics*, octobre 1990, pp. 419-444.
- Zarnowitz V., « Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective : a Review of Theories and Evidence », *Journal of Economic Literature*, juin 1985, pp. 523-530.