

L'endettement des entreprises

Incidence sur la valorisation des firmes

Éric Séverin



© e-theque 2002

Finance

L'endettement des entreprises : incidence sur la valorisation des firmes

Eric SEVERIN

Enseignant-chercheur à l'Université de Lille 2
Ecole Supérieure des Affaires

Référence e-theque : 2002A0080T
ISBN : 2-7496-0010-3



©e-theque 2002

e-theque - 121 rue Chanzy - 59260 Lille Hellemmes

Toute reproduction même partielle, par quelque procédé que se soit est interdite sans autorisation. Une copie par xérogaphie, film, bande magnétique, ou autre procédé, constitue une contrefaçon passible des peines prévues par les articles L335-2 et L335-3 du Code de la Propriété intellectuelle.

Résumé

Ce papier traite de la relation entre endettement et valeur des entreprises. Cette relation est loin d'être univoque. En effet les auteurs qui se sont intéressés au problème ont montré que ces deux notions s'influencent l'une l'autre. Notre propos se veut plus modeste et se situe dans le cadre où l'endettement influe sur la valeur. Des effets contradictoires peuvent coexister (coûts de difficulté financière, coûts de free cash flow). A la lumière de ces coûts, il apparaît que le choix de l'endettement doit être fait en fonction des caractéristiques de la firme et des anticipations de la conjoncture à venir.

Sommaire

| | |
|---|----|
| Introduction | 3 |
| I - Les bienfaits et les méfaits de l'endettement | 4 |
| 1. L'endettement source du processus de création (destruction) de valeur | 4 |
| 2. La prise en compte des anticipations de la faillite par les acteurs : du bon et du mauvais stress | 19 |
| II - L'endettement comme résultante de la valeur | 24 |
| 1. L'endettement source de résolution de l'asymétrie informationnelle ex-ante : une conséquence de la valeur | 24 |
| 2. L'endettement source de résolution de l'asymétrie informationnelle ex-post : une conséquence de la préservation de la valeur | 27 |
| III - Le rôle critique de l'endettement au cours d'une récession économique | 30 |
| 1. L'impact de l'endettement sur la performance et la valeur au cours d'une récession économique | 31 |
| 2. Le choix de l'endettement comme compromis entre les coûts de free cash flow et les coûts de difficulté financière | 43 |
| Conclusion | 49 |

Introduction

Dans un entretien repris dans le journal des Echos du 23/02/1999 Cess Van Lede, PDG d'Akzo Nobel, insiste sur : « la réduction de l'endettement du groupe par une politique de restriction d'investissements et de cessions ». Cette décision était attendue c'est bien en raison de la dégradation financière du groupe que le bénéfice net de l'entreprise a baissé de 17%. De même, Michel Bon PDG de France Télécom précisait au sein du même journal (Les Echos du 07/12/2000) que la mise en bourse d'Orange permettrait à l'entreprise de réduire son endettement afin que celui-ci soit à un « niveau comparable à celui de 1999 ». Ces deux exemples mettent en lumière l'importance de l'endettement dans la politique de création de valeur de l'entreprise.



Cependant, le thème de ce travail à savoir le lien entre endettement et valeur soulève d'emblée une remarque préliminaire. En effet, faut-il considérer que l'endettement est à l'origine du processus de création (ou de destruction) de valeur ou penser qu'il en est la conséquence ?

S'intéresser au lien entre endettement et valeur nécessite de s'interroger sur les motifs de la présence de l'endettement. La théorie financière fait jouer à l'endettement des rôles divers à la fois positifs et négatifs. Lorsque surgit un choc économique l'endettement peut avoir un rôle critique au niveau des anticipations des partenaires. Peut-on alors déterminer l'existence d'un niveau d'endettement, différent selon les caractéristiques de l'entreprise, au-delà duquel celle-ci risque de subir une baisse de ses performances et au delà une perte de valeur ? Dans l'affirmative, peut-on vérifier cette hypothèse de travail de manière empirique. Au sein de ce dernier chapitre, nous nous attacherons à déterminer le lien entre endettement, performance et valeur. Ainsi si l'endettement influe négativement sur la performance et la valeur, il conviendra également de déterminer si cette dégradation agit en retour sur le niveau d'endettement ?

I - Les bienfaits et les méfaits de l'endettement

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mais ces éléments peuvent être modifiés.

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

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

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

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

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

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

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

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

¹ Nous reviendrons sur cette notion ultérieurement.

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

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

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

Les chercheurs en gestion ont tenté depuis longtemps d'apporter une définition au concept de difficulté financière. L'absence de consensus sur une définition nous amène à présenter au sein d'un tableau récapitulatif (mais non exhaustif) les principales définitions proposées dans les travaux antérieurs (tableau 1).

Tableau 1 : Les principales définitions de la difficulté financière.

| Auteurs | Propositions de définition de la difficulté financière |
|-----------------------------------|--|
| Altman [1968 et 1984] | Moment où l'entreprise tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire. |
| Collongues [1977] | Collongues reprend la définition d'Altman. |
| Conan et Holder [1979] | Conan et Holder reprennent la définition d'Altman. |
| Casta [1986] | Casta montre la nécessité d'élargir la notion de difficulté en l'étendant aux problèmes de crise de trésorerie. |
| Gilson [1989] | Gilson affine la définition d'Altman en distinguant la difficulté financière (c'est-à-dire l'incapacité pour l'entreprise de faire face au paiement de la dette) et la défaillance (moment où l'entreprise tombe sous le coup d'un redressement judiciaire ou d'une liquidation). |
| Wruck [1990] | L'auteur propose une définition complète et distingue plusieurs éléments. <u>La difficulté financière</u> : Situation où le cash flow est insuffisant pour faire face aux obligations financières courantes. Ces obligations incluent : Le non paiement des dettes aux fournisseurs. Le non paiement des dettes envers les salariés. Le non paiement des intérêts de la dette et/ou du principal. Wruck précise que la difficulté financière amène toujours à une renégociation. <u>Le défaut</u> : Violation d'une clause (covenant). Cette violation est un symptôme de difficulté financière. <u>L'insolvabilité</u> : Elle correspond à la difficulté financière à laquelle s'ajoute la demande faite par les créiteurs pour engager une restructuration. <u>La banqueroute</u> : Cette notion se réfère au processus de redressement judiciaire au cours duquel on va tenter (avec l'accord des différentes parties prenantes) de réécrire les contrats. <u>La liquidation</u> : C'est la vente des actifs de la firme et la distribution du produit aux ayants droit (plus particulièrement aux créanciers). |
| Datta et Iskandar-Datta [1995] | La difficulté financière apparaît lorsque l'entreprise se déclare défaillante. |
| Denis et Denis [1995] | La difficulté financière comporte deux facettes. Elle peut être le moment de la restructuration de la dette pour éviter un défaut au sens de Wruck, où se confondre avec le moment où la firme tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire ⁵ . |

A la lecture de ce tableau, deux éléments principaux apparaissent :

⁵ Le fait de tomber sous le coup d'une procédure collective aux Etats-Unis est du ressort du chapitre 11. La liquidation, quant à elle, est du ressort du chapitre 7.

* Premièrement un enrichissement de la définition de la difficulté financière.

A la conception traditionnelle où la difficulté financière coïncidait avec le redressement judiciaire [Altman, 1968 et 1984 ; Collongues, 1977 ; Conan et Holder, 1979 ; Datta et Iskandar-Datta, 1995] se sont progressivement ajoutées des dimensions supplémentaires. Gilson [1989], Wruck [1990] ou encore Denis et Denis [1995] ont affiné la définition de ce concept et ont montré que la difficulté financière précédait la défaillance.

Cela étant dit, la définition la plus riche est celle apportée par Wruck [1990]. L'auteur dépasse le constat traditionnel et fait remarquer que la difficulté financière amène toujours à une renégociation. Wruck montre le caractère pluriel de la notion et insiste sur les réactions des partenaires de la firme. En effet, ces derniers, de crainte de ne pas voir leurs contrats honorés, ne vont pas rester inactifs et vont essayer de trouver des solutions capables de leur faire recouvrer leurs créances.

* Deuxièmement l'utilisation du levier comme mesure de la difficulté financière.

Si les mesures utilisées pour calculer le levier sont variées, elles prennent en compte essentiellement des données comptables et/ou boursières [Altman, 1968 et 1984 ; Titman et Wessels, 1988].

Pour nous situer à un niveau général nous considérerons que la situation de détresse financière précède la situation de défaillance. La situation de faillite, quant à elle, est effective lorsque la valeur de marché de l'entreprise est inférieure au montant de la dette et qu'une autorité judiciaire, associée à d'autres intervenants (avocats, experts...) dirige cette opération, par essence coûteuse.

1.3. Les conséquences de la faillite

Les éléments constitutifs des coûts de faillite et la difficulté d'évaluation des coûts indirects

Altman [1968 et 1984] met en évidence deux types de coûts. D'une part les coûts directs constitués des frais de justice (frais d'avocats, d'experts, d'intermédiaires de justice, de comptables, de vérificateurs...). Ces coûts comprennent aussi le coût de l'administration provisoire de l'entreprise avant la liquidation ou en cours de réorganisation : rémunération des syndics de faillite, des administrateurs judiciaires ou des ventes d'actifs réalisées dans de mauvaises conditions...

« Lorsque nous étions au creux de la vague, les concurrents disaient que la société de géophysique était moribonde et qu'il fallait cesser toutes relations d'affaires avec nous » (entretien avec le directeur financier de la compagnie générale de géophysique)

D'autre part des coûts indirects subis par l'entreprise consécutivement au comportement restrictif des banquiers, à la prudence des fournisseurs ou encore à la méfiance des clients⁶. De façon générale, les partenaires de l'entreprise (clients, fournisseurs...) perdent confiance dans la capacité que l'entreprise a d'honorer ses engagements. Les clients peuvent craindre une baisse de la qualité ou une disparition du service après-vente. Les fournisseurs, quant à eux, préfèrent être en relation d'affaires avec des partenaires solides et fiables. En définitive, Altman estime les coûts directs et indirects à 20% de la valeur totale de la firme et montre que les difficultés d'exploitation et la hausse de l'endettement conduisent mécaniquement à une dégradation des performances et de la valeur. Cette situation fragilise l'entreprise qui peut, dans les cas les plus graves, être liquidée.

A la suite d'Altman, de nombreux auteurs tels que Warner [1977], Malécot [1984] ou Weiss [1990], ont cherché à mesurer les coûts directs de la faillite. Ainsi Warner, travaillant sur un échantillon

⁶ Nous reviendrons ultérieurement sur cette notion.

de sociétés de chemin de fer (dont la procédure de faillite est particulièrement longue et coûteuse), les évalue à 5,3% de la valeur de marché des firmes juste avant la faillite et à 1,4% de la valeur de marché constatée 5 ans avant. Le tableau 2 reprend les principales études effectuées sur ce sujet.

Tableau 2⁷ : Evaluation des coûts directs (administratifs) des procédures collectives.

| Auteurs | Echantillon | Evaluation |
|---------------------------------|---|---|
| Ang, Chua et Mc Connell, [1982] | 55 firmes industrielles liquidées entre 1963 et 1978 | 7,5% de la valeur de réalisation |
| Weiss [1990] | 37 firmes industrielles | 2,8% de la valeur de l'actif au bilan |
| Sayag et Gaber [1982] | 96 firmes liquidées ou en concordat entre 1971 et 1975 dont le passif est supérieur à 3 millions de francs 685 firmes liquidées ou en concordat entre 1971 et 1975 dont le passif est inférieur à 3 millions de francs et supérieur à 0,5 millions de francs | 7,4% de la valeur de réalisation 12,7% de la valeur de réalisation |
| Gaber [1983] | 21 entreprises liquidées | 12,8% de la valeur de réalisation |
| Malécot [1984] | 23 entreprises industrielles | 7,84% de la valeur de réalisation |

Notons enfin que l'étude récente entreprise par Thorburn [1999] vient conforter les résultats précédents. Travaillant sur un échantillon de 263 entreprises suédoises ayant fait faillite, l'auteur montre que les coûts directs représentent 6,4% de la valeur des actifs mesurée avant la date de redressement judiciaire.

Toutes ces études mettent l'accent sur la difficulté d'évaluer ces coûts. Trois sortes de coûts directs sont en réalité mesurables :

- * Les coûts d'administration de la faillite à proprement parler.
- * Les coûts de rééchelonnement de la dette si l'entreprise poursuit son activité.
- * Les coûts de démantèlement. Ces derniers coûts ne sont pas liés à la procédure de liquidation elle-même : c'est, compte tenu des choix passés, qu'il est devenu trop onéreux de poursuivre l'activité de l'entreprise.

⁷ Tableau tiré du cahier de recherche n°9512, p 15, Malécot, Université de Paris Dauphine.

Néanmoins comme le souligne Malécot [1992]^o ces coûts ne sont pas identiques pour tous. En effet, par le jeu des privilèges, le créancier chirographaire n'a que peu de chance de récupérer le montant de ses créances. Les créanciers privilégiés, superprivilège des salaires, Trésor, U.R.S.S.A.F. peuvent par contre escompter un meilleur taux de recouvrement. Dans une étude complémentaire, Malécot [1995], tenant compte de tous les créanciers, montre que le taux potentiel de recouvrement global en cas de liquidation est de l'ordre de 36%. Le taux de recouvrement des créances bancaires est d'environ 60% pour le seul capital ; en actualisant les flux sur la base d'une estimation moyenne de la durée du contentieux avec un taux d'obtention des ressources de 8%, on obtient 47%. Avec les frais de procédures et en prenant en considération les intérêts sur les prêts, le taux de recouvrement net actualisé d'une créance bancaire est d'environ 38%.

Franks et Torous [1989] se sont également intéressés à l'influence de la législation sur ces coûts. L'étude qu'ils mènent montre que les coûts directs (administratifs et légaux) sont d'autant plus importants que la procédure est longue.

Dans le prolongement de ce travail ces mêmes auteurs [Franks et Torous, 1994] montrent d'une part, que le taux de recouvrement des créances est influencé par la valeur de la firme au moment de la réorganisation, l'ordre de priorité de la créance et la valeur de l'actif qui vient garantir cette créance et d'autre part, que le taux de recouvrement est négativement corrélé avec la taille des actifs vendus.

Bien que toutes ces études concluent au caractère coûteux de la faillite, tous les auteurs qui se sont intéressés au problème reconnaissent la difficulté à déterminer précisément les coûts indirects.

Une des premières tentatives pour les mesurer est là encore l'œuvre d'Altman [1984]. L'auteur s'intéresse à un échantillon d'entreprises qui ont fait faillite.

Altman utilise deux mesures, la première consiste à évaluer la baisse du CA de chacune des entreprises considérées par rapport aux montants des ventes de l'ensemble du secteur industriel auquel elles appartiennent, la seconde évalue l'écart entre le montant réel des ventes et les prévisions qui en avaient été faites

3 ans avant la défaillance. Les résultats des travaux d'Altman sont riches d'enseignement puisqu'ils mettent en évidence l'importance de ces coûts (de 11 à 17 % de la valeur de la firme). D'autres auteurs, à l'instar d'Altman, ont cherché à préciser ces coûts indirects. Wruck [1990] obtient un résultat tout à fait intéressant. L'auteur montre que ceux-ci représentent 9 à 15% de la valeur de la firme alors que les coûts directs ne sont que de 3,5%.

Seuls Haugen et Senbet [1978 et 1988] vont à l'encontre de ces conclusions. Ils soutiennent que ces coûts sont non seulement très faibles mais encore qu'ils ne sont pas liés à la défaillance mais plutôt à la liquidation, deux phénomènes indépendants l'un de l'autre. Ce résultat découle d'une confusion entre ces deux phénomènes, soit d'une part la liquidation qui est une procédure légale, soit d'autre part la défaillance qui est un mécanisme de transfert du pouvoir décisionnel à l'intérieur de la firme des actionnaires vers les créanciers [Aghion et Bolton, 1992]. En d'autres termes, la défaillance est une réorganisation de la structure du capital : il peut y avoir émission de nouvelles actions pour payer les intérêts et rembourser le principal ou transfert complet du patrimoine des actionnaires vers les obligataires. Cette définition est valide pour le cas où la liquidation, c'est-à-dire le démantèlement des actifs, n'intervient pas. Si la liquidation intervient, c'est que le coût d'une liquidation est inférieur aux coûts de réorganisation : sinon le comportement des agents économiques ne serait pas rationnel. Par conséquent, les coûts de liquidation sont inférieurs aux coûts de réorganisation, qui se ramènent à des coûts de transaction.

Pour assurer ce résultat, Haugen et Senbet présentent l'argument suivant : si les coûts étaient importants, les cours devraient refléter ces coûts et les obligataires, ou n'importe quel autre groupe d'individus, auraient intérêt à former une société holding, à racheter les anciens titres, et par conséquent, à profiter des cours plus bas. Ayant procédé ainsi, il n'y aurait plus aucune raison de défaillir et ils bénéficieraient de la différence de valorisation, due aux coûts de défaillance.

D'apparence séduisante, l'argumentation de Haugen et Senbet semble illusoire. En effet, si la défaillance est bien par essence, un mécanisme de transfert de propriété, les coûts de défaillance ne se limitent pas aux coûts de transfert de propriété. La défaillance n'est pas provoquée par une structure inadéquate du capital mais par des résultats bénéficiaires insuffisants. La

défaillance intervient parce que les projets d'investissements ne génèrent pas assez de bénéfices pour les rentabiliser. Afin de pallier cette situation, il faudra réorganiser l'ensemble de l'entreprise et non pas se contenter de modifier la structure de propriété. Si tel n'était pas le cas, on ne voit pas comment les résultats seraient plus favorables quelques périodes après. On peut opposer à l'analyse de Haugen et Senbet deux autres arguments.

Le premier porte sur la liquidation de l'entreprise. La liquidation interviendra parce que les coûts de liquidation sont inférieurs aux coûts de réorganisation. Mais ces derniers dépassent très certainement les simples coûts évoqués ci-dessus. En effet, la défaillance intervient lorsqu'il est impossible d'assurer le paiement des intérêts et du principal de la dette. L'entreprise pour survivre, ne pourra trouver ni nouvel actionnaire, ni nouvel obligataire. Si réorganisation il y a, la plupart des coûts seront supportés par les créanciers actuels car la valeur de l'entreprise sera inférieure au montant actuel des intérêts et de la dette. Par conséquent, si les coûts de liquidation sont bornés supérieurement par les coûts de poursuite de l'activité, cela n'est pas une preuve de leur faible montant.

La seconde remise en cause est l'œuvre d'Aivazian et Callen [1983] et de Titman [1984]. Selon ces auteurs, la précédente analyse repose sur une série d'hypothèses trop restrictives.

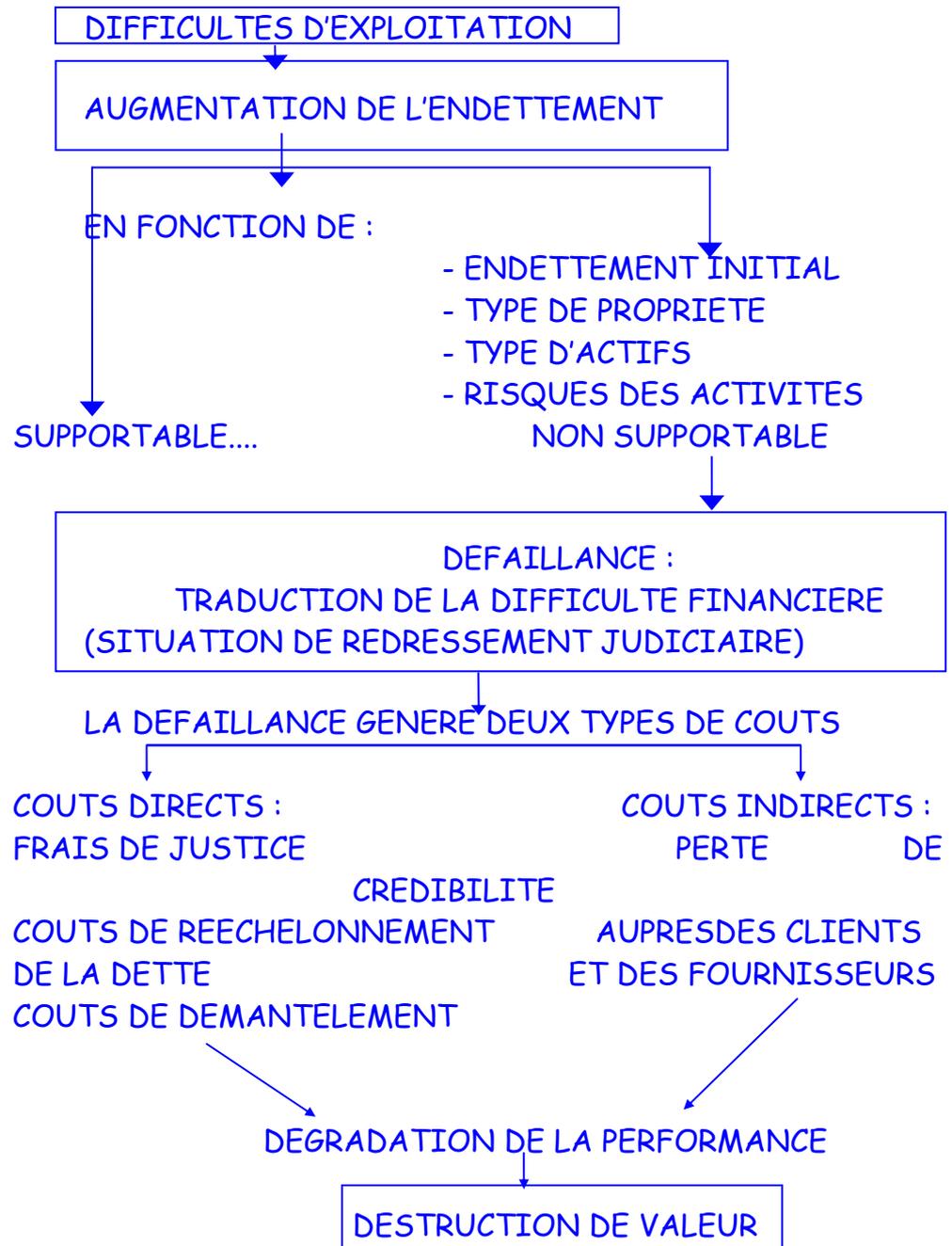
En effet, Haugen et Senbet considèrent d'une part, qu'il n'y a pas de relation d'agence à l'intérieur de la firme et d'autre part, que la structure d'information permet une information parfaite pour tous les acteurs intéressés par la viabilité de la firme. Si ces conditions ne sont pas respectées, il est possible que les coûts de défaillance ne puissent être internalisés comme le prétendent Haugen et Senbet et qu'ils aient un impact sur le choix de la structure du capital d'une firme et surtout sur les caractéristiques des instruments financiers et de la structure des contrats de dette.

Que l'on conclue ou non à l'importance des coûts de faillite⁸, force est de constater qu'ils existent et qu'ils sont préjudiciables à la

⁸ Selon Charreaux [1987] les coûts encourus par l'entreprise en cas de défaillance constituent même une incitation à ne pas s'endetter.

valeur des firmes⁹. On peut ainsi représenter les différentes argumentations au sein du schéma 1.

Schéma 1 : L'insuffisance de rentabilité d'exploitation et la hausse de l'endettement comme sources de défaillance.



⁹ On considère que la valorisation est le rapport d'une espérance de rentabilité actualisée.

Ainsi comme l'écrit Goffin [1998]¹⁰ : « Si l'on tient compte des imperfections du marché que sont l'avantage fiscal dû à l'endettement et les coûts de faillite (...) alors l'endettement n'est pas du tout neutre. Il exerce une influence sur la valeur de firme et il existe un taux d'endettement optimal ».

Il y aurait un endettement optimal qui maximiserait la valeur de la firme tout en évitant les coûts de la difficulté financière.

Néanmoins, il est prématuré de conclure que les conséquences de la faillite ne charrient que des effets néfastes. En effet, ce résultat doit être nuancé à la lumière de l'analyse économique et financière.

Dans l'analyse économique libérale, la création et la disparition des entreprises ne sont que deux facettes d'une même logique : celle de la croissance et du dynamisme de l'activité.

Dans cette perspective, la défaillance est corrélée avec les phases de croissance de l'économie. Le dynamisme de l'activité est favorable à la création de nouvelles entreprises qui sont sujettes à une forte mortalité. Ainsi, une entreprise plus jeune supporte des coûts fixes amortis sur des séries moins longues que les entreprises déjà installées. La grande entreprise aurait alors une survie auto-entretenu [Edwards, 1975].

La défaillance n'est donc pas perçue comme un événement négatif, bien au contraire, puisque cette notion est positivement corrélée au dynamisme de l'économie.

Selon le courant de pensée marxiste, la défaillance est un moyen de disparition du capital, permettant de reprendre l'accumulation du capital quand celle-ci est ralentie ou stoppée du fait de taux de profit trop faibles. La défaillance apparaît ici corrélée aux phases de régénération de l'économie. Lorsqu'un secteur d'activité ne génère pas des profits jugés suffisants, les détenteurs du capital réorientent leurs ressources vers des secteurs plus profitables et plus rentables. La défaillance doit être vue comme un moyen de réallocation optimale des ressources à la disposition des acteurs de l'économie.

Si l'on se situe maintenant dans l'analyse financière, plusieurs auteurs tels que Jensen [1986] et Wruck [1990] font valoir que la

**La faillite élément
de l'efficacité
économique et
source
d'opportunités pour
les concurrents**

¹⁰ Goffin, 1998, « Principes de la finance moderne », Economica, p 223.

faillite peut obliger les dirigeants à prendre des décisions qu'ils auraient cherchées à éviter sinon.

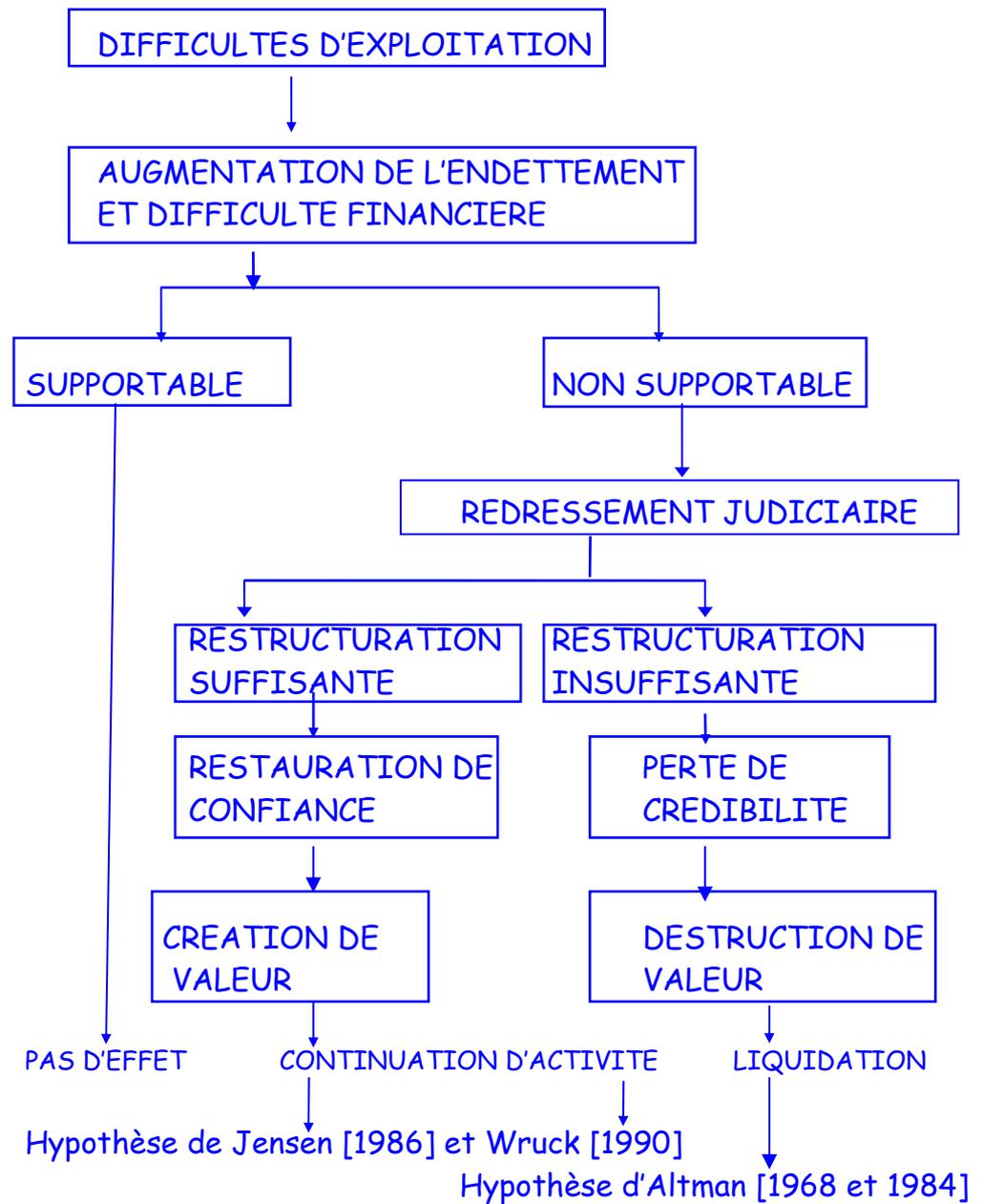
Tout se passe comme si la défaillance puis la faillite révélaient la faiblesse de la position concurrentielle de l'entreprise. Pour restaurer sa compétitivité, l'entreprise est contrainte de prendre des mesures. Le fait de se trouver en période de redressement judiciaire lui permet d'engager des actions qui lui auraient été plus difficiles d'entreprendre autrement. Ainsi comme le précise Jensen [1993] les dirigeants peuvent ainsi renégocier ou casser des contrats dits « non cassables »¹¹. L'ensemble de ces mesures permet alors à la firme de restaurer ses performances et de générer à nouveau un processus de création de valeur.



L'annonce d'une faillite, qu'elle soit ou non une conséquence de l'excès d'endettement, peut également avoir un impact sur les concurrents. Lang et Stulz [1992] montrent que cette faillite charrie deux effets : un effet négatif de contagion, un effet positif de compétitivité. L'effet de contagion est destructeur de valeur. En effet, l'annonce d'une faillite convoie une information négative sur les firmes appartenant au même secteur et ayant les mêmes caractéristiques de cash flow. L'effet de compétitivité, quant à lui, est créateur d'opportunités à venir car la faillite d'un concurrent permet aux autres compétiteurs d'augmenter leurs parts et leur pouvoir de marché. Même si l'effet de contagion est prédominant, l'effet compétitivité est significativement positif pour les compétiteurs appartenant à des secteurs fortement concentrés. Ce résultat est corroboré par Ferris, Jarayamam et Makhija [1997] qui soulignent cependant la faiblesse de l'effet compétitivité. L'exemple du rachat de Moulinex par Seb en est un parfait exemple.

En définitive, l'étude de la faillite nous a amené à constater la coexistence de deux effets. Un effet néfaste, générateur de coût, de destruction de valeur voire de liquidation de l'entreprise et un effet bienfaiteur, source de création de valeur (schéma 2).

¹¹ Par contrat non cassable, Jensen entend des contrats où l'engagement est de long terme, en particulier les contrats de travail (type CDI). Jensen [1993] montre que la renégociation des contrats dits « non cassables » est facilitée en période de faillite. En effet, dans ce cadre, l'existence même de la firme est en jeu, par conséquent les partenaires sont plus enclins à faire des concessions.

Schéma 2 : Des bienfaits et des méfaits de l'endettement sur la valeur.

A ce stade deux résultats essentiels apparaissent :

D'une part, l'ensemble des modèles de prévision de faillite montrent que l'endettement et l'insuffisance de rentabilité d'exploitation augmentent la probabilité de défaillance¹².

D'autre part, la faillite est à l'origine de coûts (directs et indirects) destructeurs de valeur.

Ce dernier résultat nous amène à nous poser la question suivante. Si la faillite est génératrice de coûts alors ne peut-on pas imaginer que les acteurs vont chercher à les éviter en les anticipant. Dès lors le problème s'énonce dans les termes suivants : les dirigeants et plus généralement les partenaires de l'entreprise n'anticiperaient-ils pas la faillite et ses effets néfastes à partir d'un ensemble de signaux et en particulier à partir de l'endettement ?

2. La prise en compte des anticipations de la faillite par les acteurs : du bon et du mauvais stress

2.1. L'excès d'endettement facteur de « bon stress » et de création de valeur

**L'endettement,
bon ou mauvais
stress ?**

Comme nous l'avons souligné la faillite est génératrice de coûts. Ces coûts sont préjudiciables à l'ensemble des parties prenantes : actionnaires, créanciers, tiers d'exploitation, employés et dirigeants. En cas de faillite ces derniers risquent de perdre leur emploi. Gilson [1989] montre que le turnover des dirigeants est de 52% pour les entreprises en redressement judiciaire contre seulement 19% pour les autres.

En outre, la durée nécessaire afin de retrouver un emploi pour les premiers est de 3 ans. Le fait de tomber en faillite les signale comme incompetents et induit une perte de revenus, de richesse et de bien être. Comme la perte d'emploi affecte le dirigeant, celui-ci sera amené à réorganiser la firme avant la constatation

¹² Si l'insuffisance de rentabilité d'exploitation et l'excès d'endettement conduisent très souvent à la défaillance, ils ne sont pas les seuls éléments à prendre en compte. En effet Artus et Lecointe [1990] ont cherché à enrichir la compréhension de la défaillance. Ils mettent en évidence l'effet du taux d'intérêt qui agit comme un canal de diffusion. La hausse du taux de défaillance résulterait de politiques monétaires restrictives induisant une hausse des charges financières et un rationnement du crédit. Ce dernier conduit à une restriction de l'investissement qui empêche l'entreprise de maintenir sa compétitivité et sa position concurrentielle. L'entreprise étant incapable de satisfaire les exigences imposées par le marché du financement externe, la défaillance s'explique non pas par une mauvaise gestion mais par le manque de compétitivité pour satisfaire les contraintes financières. Ainsi l'insuffisance de la rentabilité ne permet pas de couvrir le coût du capital supporté par la firme.

juridique de cessation de paiement [Canella, Fraser et Lee, 1995]. En effet le coût d'une réorganisation en amont est le plus souvent moins onéreux que le coût d'une restructuration à chaud où la pression des partenaires extérieurs amène l'entreprise à réaliser des opérations dans l'urgence qui sont bien souvent sous optimaux. Afin d'éviter d'être licenciés, les dirigeants peuvent engager des actions opérationnelles et/ou financières. Les actions opérationnelles peuvent se traduire par une augmentation de la productivité, une rationalisation de l'organisation. Les actions financières, quant à elles, peuvent porter sur des désinvestissements, une renégociation de la dette ou une modification de la politique de dividendes.

En définitive, tout se passe comme si la crainte de la faillite agissait comme un aiguillon. La situation de difficulté financière (encore appelée stress financier) dans laquelle se trouve l'entreprise est alors bénéfique puisqu'elle oblige à restaurer la compétitivité.

Néanmoins les dirigeants ne sont pas les seuls à supporter des coûts de faillite. Les actionnaires peuvent également subir une perte de richesse au travers de la baisse du cours de l'action ou de la baisse de dividende. DeAngelo et DeAngelo [1990] montrent que la baisse des dividendes se situe en moyenne à 70%. Pour restaurer la position concurrentielle de l'entreprise, un des moyens le plus souvent utilisé par les actionnaires est le remplacement du management. Hotchkiss [1995] montre qu'un changement de dirigeants aura pour conséquence de favoriser le processus de réorganisation et d'éliminer les gaspillages. En conséquence, les dirigeants ne s'engagent plus vers des investissements non rentables mais les orientent vers des projets rentables [- free cash flow - Jensen, 1986]. Ce changement est d'autant plus souhaitable pour les actionnaires que la procédure (le redressement judiciaire en France ou le chapitre 11 aux Etats-Unis) favorise l'inefficience du management qui va pouvoir se retrancher derrière le cadre légal et le désintéressement des créanciers pour conserver ses avantages alors même qu'il n'a pas été capable de gérer une situation de stress.

Le changement du management par les actionnaires leur est doublement profitable. D'une part le nouveau management, plus performant, sera capable de recréer de la valeur, d'autre part cette action peut s'assimiler à un signal (vers les partenaires et le marché) de restauration des profits futurs. On voit donc se

dessiner une pression des actionnaires sur les dirigeants pour restaurer le processus de création de valeur. Cette pression peut être également le fait des créanciers. Brown, James et Mooradian [1994] montrent également que les créanciers peuvent également initier des actions correctrices en renégociant la dette (sur la quantité ou sur les prix¹³) ou en incitant à la vente d'actifs (pression d'autant plus forte lorsque les concours bancaires sont à court terme, [Diamond, 1993]). Ils évitent ainsi des coûts de défaillance qui leurs sont préjudiciables. Face à cette pression, la firme engage donc des actions capables de restaurer sa rentabilité. Cette pression des banquiers pour éviter la défaillance est bien du domaine de l'anticipation. C'est la crainte de ne pas voir leurs échéances respectées qui les fait agir. L'étude du cas de Massey Ferguson [Baldwin et Mason, 1983] montre qu'une firme en situation de difficulté financière a tendance à réduire ses dividendes et à violer les clauses¹⁴ passées avec ses partenaires financiers. Les auteurs montrent alors que, pour surmonter l'ensemble de ces problèmes, la firme a été contrainte de renégocier l'ensemble de sa dette¹⁵. Tout se passe comme si l'endettement, source de bon stress, influence positivement le processus de création de valeur.

2.2. L'excès d'endettement facteur de « mauvais stress » et de destruction de valeur

A l'inverse, la crainte des partenaires peut se révéler être un élément amplificateur des difficultés présentes et favoriser la faillite de la firme.

Si les tiers d'exploitation craignent de ne pas voir leurs contrats honorés, ils vont chercher à mieux se couvrir et à se dégager d'une relation commerciale qu'ils estiment dangereuse car non fiable. Ce faisant, ils vont amplifier les difficultés de l'entreprise. De même les créanciers, s'ils ne sont pas garantis, vont retirer leur confiance à la firme. Cela se traduira soit par des garanties plus importantes, soit par un rationnement partiel ou total du crédit. Ce rationnement risque d'empêcher l'entreprise de réaliser les investissements nécessaires au développement (ou au maintien) de sa position concurrentielle. Elle ne pourra investir que dans des projets compatibles avec son financement interne

¹³ Les banquiers peuvent tenter de réduire leurs concours ou d'en augmenter le coût. Néanmoins en agissant de cette façon pour éviter de subir des coûts de défaillance, ils ne font qu'amplifier les problèmes de l'entreprise.

¹⁴ La littérature anglo-saxonne emploie traditionnellement le terme de covenants.

¹⁵ Cette renégociation a été faite de pair avec des mesures de réorganisation interne.

qui, dans la plupart des cas, se révélera insuffisant pour redémarrer le processus de création de valeur.

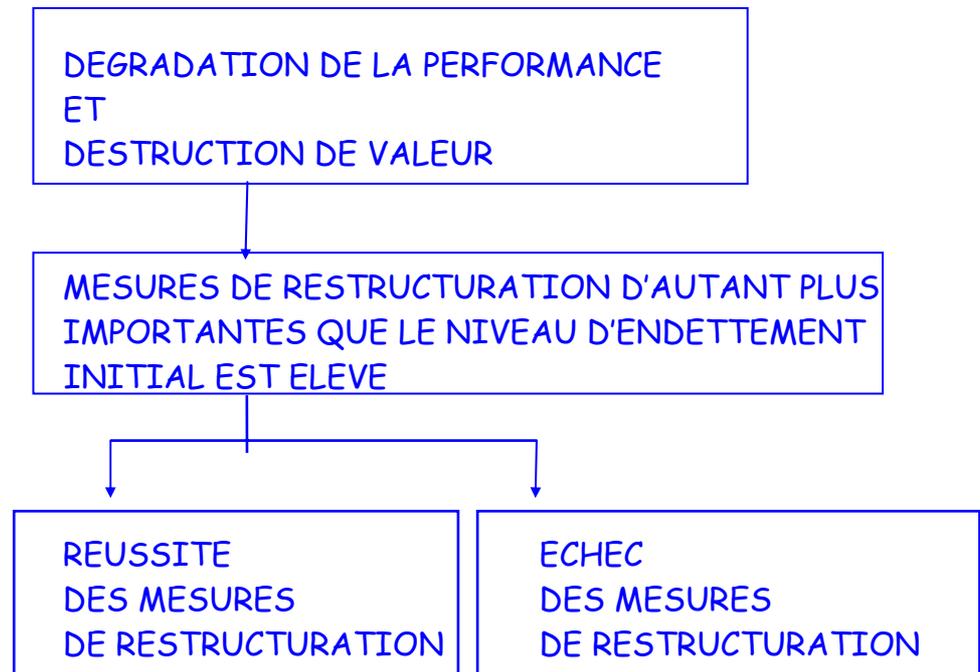
L'excès d'endettement peut également être préjudiciable aux obligataires. Un taux d'endettement excessif peut générer des conflits entre actionnaires et obligataires [Galai et Masulis, 1976]. Dans une situation où une entreprise est sur le point de faire faillite il y a de fortes probabilités que, dans un avenir proche, la valeur de l'entreprise soit abandonnée aux obligataires. Les représentants des actionnaires ont alors tendance à gérer l'entreprise dans leur seul intérêt, au détriment des obligataires. Ils veulent provoquer un transfert de valeur des obligataires vers les actionnaires. Il en résulte des décisions d'investissements erronées : acceptation de projets très risqués à VAN négative ou encore acceptation d'investissements qui procurent aux actionnaires des avantages aujourd'hui au détriment de la firme de demain, c'est-à-dire des obligataires (coût d'agence de la dette). Toutes ces décisions contribuent à diminuer la valeur globale de la firme.

Enfin, les salariés de peur de perdre leur emploi auront la tentation de chercher un emploi chez les concurrents. Cette action est doublement néfaste à la firme. D'une part, elle perd un savoir-faire qui lui sera coûteux (surtout dans les secteurs de haute technologie) de retrouver et d'autre part, les réductions d'effectifs engendrent le plus souvent une démotivation chez les salariés restants. Cette démotivation peut se traduire par une baisse de la qualité des biens et services vendus.

Tous ces éléments, ajoutés à l'incompétence du management, peuvent alors engendrer un cycle infernal qui se traduira par une baisse de performance, et au delà par une faillite et une destruction de valeur. Les difficultés, dans ce cadre, sont trop lourdes à surmonter et génératrices de mauvais stress.

L'ensemble de ces réflexions développées ci-dessus nous amène à penser que la difficulté financière révèle la fragilité de l'entreprise et l'amène à engager des actions correctrices parfois capables de restaurer le processus de création de valeur (schéma 3).

Schéma 3 : L'endettement source de « bon stress » et de « mauvais stress ».



L'ENDETTEMENT FACTEUR
DE BON STRESS

L'ENDETTEMENT FACTEUR DE
MAUVAIS STRESS

Ainsi un endettement initial élevé peut conduire les dirigeants à réorganiser l'entreprise et à engager des actions capables de la rendre performante. L'endettement joue alors un rôle disciplinaire d'autant plus élevé que l'on se situe en situation de récession [Jensen, 1986] (bon stress).

A l'inverse lorsque l'excès d'endettement n'est plus supportable, l'entreprise ne pourra plus honorer ses engagements de façon satisfaisante. De peur qu'elle ne tombe en redressement judiciaire, elle perdra la confiance de ses partenaires (mauvais stress).

L'ensemble de ces réflexions nous permet d'arriver à plusieurs conclusions importantes.

Premièrement, l'endettement est capable d'expliquer le processus de création de valeur. Néanmoins les différents travaux réalisés ne vont pas dans le même sens. En situation de difficulté financière ou de faillite¹⁶, l'influence de l'endettement sur la valeur n'est pas clairement établie. La relation apparaît brouillée.

¹⁶ La situation de faillite est caractérisée par le redressement judiciaire.

Deuxièmement, toutes les études s'accordent sur le fait que l'excès d'endettement est un facteur de fragilisation de la firme et accroît la probabilité de défaillance.

En définitive, toutes les études présentées auparavant considèrent que l'endettement est à l'origine du processus de création (ou de destruction) de valeur, ceteris paribus. Néanmoins, il est légitime de s'interroger sur la nature du lien de causalité entre endettement et valeur. Ne peut-on pas penser que c'est la valeur qui détermine l'endettement des firmes et non le contraire ?

II - L'endettement comme résultante de la valeur

**La valeur
conditionne
l'endettement...**

Il est légitime de s'interroger en quoi l'endettement est utilisé pour signaler la valeur de la firme. Dans ce cadre, l'endettement n'est plus à l'origine du processus de création de valeur. Si l'on se situe dans un cadre d'asymétrie informationnelle, l'endettement est un élément d'information sur la valeur de la firme. Il s'apparente à un signal et permet de résoudre l'asymétrie informationnelle et les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les différents partenaires de l'entreprise¹⁷. Cette asymétrie d'information peut se révéler ex-ante ou ex-post.

1. L'endettement source de résolution de l'asymétrie informationnelle ex-ante : une conséquence de la valeur

Akerlof [1970] fut le premier économiste à souligner les effets néfastes pour les marchés d'une information asymétrique. Prenant l'exemple des voitures d'occasion¹⁸ où l'asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs est très forte, l'auteur montre qu'à l'équilibre, il n'y a pas d'échange, situation remettant en cause l'existence même du marché. En d'autres termes, Akerlof montre que l'asymétrie d'information peut « tuer » le marché. Cette conclusion découle du fait que l'asymétrie d'information se traduit par un prix moyen unique offert pour des produits de qualité pourtant très différente. Dès lors, les détenteurs de produits de bonne qualité refusent de vendre leur bien à un prix

¹⁷ La littérature anglo-saxonne emploie le terme de stakeholders.

¹⁸ Akerlof [1970] distingue les voitures d'occasion de mauvaise qualité (lemons) des autres. Le problème pour l'acheteur est de déterminer la qualité de la voiture qui lui est proposée.

ne correspondant pas à sa qualité réelle. En revanche, les détenteurs de biens de mauvaise qualité sont tout à fait désireux de céder leur bien à ce prix moyen inespéré.

Spence [1974] puis Riley [1975] ont précisé les conditions à remplir afin d'atteindre l'équilibre de signalisation. En effet, certaines hypothèses doivent être vérifiées afin d'obtenir un équilibre stable et efficient. Le coût du signal doit être négativement corrélé avec la valeur réelle du bien signalé. Un accroissement marginal du signal doit entraîner un accroissement marginal de la valeur signalée. Pour finir, les anticipations doivent être vérifiées ex-post. Pour être efficient, un signal doit être coûteux, et cela notamment afin de dissuader certaines firmes (en l'occurrence, les mauvaises) de l'utiliser.

De nombreux travaux ont cherché à déterminer le signal le plus efficace. En d'autres termes, les auteurs se sont interrogés sur l'existence d'un signal capable de déterminer la vraie valeur de la firme de la façon la plus pertinente.

La théorie du signal repose sur l'existence d'une asymétrie d'information entre les différents partenaires de la vie de l'entreprise. Il s'agit ici pour l'investisseur d'arriver à reconnaître les firmes à fort potentiel de celles qui n'ont que peu d'opportunités de croissance. Ainsi Ross [1977], se plaçant dans une situation d'asymétrie informationnelle et supposant que les dirigeants ont un intéressement aux bénéfiques avec toutefois une pénalité en cas de faillite, montre que seules les firmes performantes, efficaces et rentables sont prêtes à supporter un endettement relativement important car elles sont en mesure d'honorer leurs engagements sans problème. L'endettement doit alors être considéré comme un signal positif sur les opportunités d'investissement à venir.

En définitive, Ross considère donc un modèle dans lequel le niveau d'investissement est fixe et où des managers adverses au risque, utilisent la proportion des projets d'investissements financée par la dette comme signal de la qualité de l'entreprise. A l'équilibre, les firmes à valeur élevée émettront une plus grande proportion de dette que les firmes à faible valeur. La dette est donc choisie à partir de l'évaluation qu'en font les dirigeants. Pour Leland et Pyle [1977], la part d'actions détenue par les dirigeants, constitue également un signal sur la qualité de l'entreprise, dans la mesure où elle est une fonction croissante de la rentabilité attendue. Une hausse du levier d'endettement traduit une volonté de la part des

dirigeants de ne pas diluer leur part d'actions et signale une hausse des bénéfices futurs. Là encore, dans ce cadre, l'endettement est choisi en fonction de la valeur future de la firme.

Ces premiers résultats ont été confortés par Harris et Raviv [1991]. Ces derniers montrent que le volume de la dette au passif des entreprises suit non seulement une fonction négative de la probabilité de faillite mais également une fonction positive de sa vraie valeur. L'endettement constitue un signal de la qualité de la firme. Il est conditionné par la valeur.

L'ensemble de ces analyses semble montrer qu'une bonne entreprise est celle qui s'endette, qui se déclare capable de rembourser à une échéance prédéterminée et qui, à la date effective du remboursement, honore son engagement sans problème. Ainsi on peut conclure que la dette est un indicateur de la valeur de la firme.

D'autres analyses ont repris le thème central de l'endettement dans un cadre d'asymétrie informationnelle. Selon Myers et Majluf [1984], la présence d'information asymétrique entre les actionnaires et les investisseurs relativement à la valeur de la firme entraîne un sous investissement de la part des firmes. En effet, si les actionnaires de la firme possèdent de l'information privée quant à sa valeur, ils vont être tentés de financer leurs projets d'investissements par une émission d'actions si le cours est supérieur à sa valeur intrinsèque. La nouvelle émission d'actions est alors interprétée par les financiers comme provenant d'une firme dont la valeur est surévaluée. Le financement par action représente alors un mauvais signal sur le marché. Les firmes ayant des projets avec une valeur présente positive préféreront émettre de la dette plutôt que des actions afin de financer leurs projets. Dans le cas où le financement par actions est la seule alternative, certains projets à valeur actuelle nette positive pourraient être abandonnés afin d'éviter une dilution au détriment des actionnaires présents dans la firme. Dans ce contexte, il existe une hiérarchie des instruments financiers dominés par les fonds internes de la firme, suivie par l'émission de la dette à faible risque et en dernier lieu par l'émission d'actions. Cet ordre de préférence de financement se réfère à la Pecking Order Theory (POT) [Myers, 1984]. La préférence pour le financement interne évite à l'entreprise d'affronter le marché financier, de fournir de l'information sur

ses projets, de se justifier devant les investisseurs extérieurs et évite les frais d'émission.

Signalons enfin que si l'endettement est un signal, force est de constater qu'il n'est pas le seul moyen de véhiculer une information capable de résoudre l'asymétrie informationnelle. Les entreprises ont en effet d'autres moyens pour communiquer de l'information sur leurs perspectives de profits futurs et leur valeur. Il s'agit pour l'essentiel des dividendes et plus rarement (tout au moins en France) des offres publiques de rachats d'actions.

2. L'endettement moyen de résolution de l'asymétrie informationnelle ex-post : une conséquence de la préservation de la valeur

En théorie les dirigeants se doivent d'agir dans l'intérêt des actionnaires et de maximiser la valeur de la firme. Néanmoins ils peuvent se comporter de façon opportuniste et cela de multiples façons.

Si l'on considère que leurs revenus sont généralement fonction de la taille de l'entreprise, les dirigeants seront tentés de maximiser le chiffre d'affaires -CA- (et non les bénéfices) pour se bâtir des empires propres à renforcer leur prestige [Hypothèse d'Hubris de Roll, 1986].

Les stratégies d'investissements constituent un second moyen par lequel les dirigeants peuvent abuser de leur pouvoir. Dans la mesure où leur rémunération dépend exclusivement de l'entreprise qui les emploie, ils choisissent des projets d'investissement dont le binôme rentabilité/risque est excessivement faible [fusion de conglomérat par exemple, Amihud et Lev, 1981]. Ces effets de diversification ne vont généralement pas dans le sens des intérêts des actionnaires [Lang et Stulz, 1994].

Les dirigeants peuvent également aller à l'encontre des intérêts des actionnaires en s'attribuant des rémunérations excessives grâce à la domination qu'ils exercent au sein du conseil d'administration.

Enfin les dirigeants peuvent chercher à pérenniser leur présence en affaiblissant les mécanismes capables de sanctionner leurs actions¹⁹ ou de les remplacer [Maati, 1994].

Enfin les dirigeants peuvent être tentés d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard et d'élargir leur espace discrétionnaire en réalisant des investissements spécifiques à leur savoir-faire [Morck, Shleifer et Vishny, 1990]. Toutes ces actions écartent les dirigeants de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires.

Face à ces attitudes opportunistes et en faisant valoir que les dirigeants évitent de rémunérer les actionnaires en consacrant les disponibilités financières de la firme à des activités improductives, Jensen [1986] montre que le moyen le plus efficace pour réduire les conflits d'intérêts est d'augmenter la dette. En effet, la dette est un outil de pression qui oblige les dirigeants à n'investir que dans des projets à VAN positive. La dette est alors préconisée dans le but de préserver la valeur actionnariale de la firme et n'est utilisée qu'en fonction du critère de maximisation de valeur. La dette a alors deux fonctions : elle diminue le niveau de ressources « libres » pouvant être accaparées par les gestionnaires²⁰, elle augmente la probabilité de faillite de la firme et la perte de pouvoir décisionnel qui y est associé²¹. En donnant ainsi la possibilité aux investisseurs de prendre le contrôle de la firme dans les mauvais états de la nature, la dette comme source de financement agit comme un mécanisme disciplinaire envers les gestionnaires.

Ces vertus attribuées à la dette avaient déjà été mises en évidence par Jensen et Meckling [1976]. Cependant la dette peut générer un type de conflits entre les actionnaires et les gestionnaires, dont les intérêts sont réunis pour la circonstance, et les créanciers. Les conflits viennent de ce que les premiers peuvent détourner une partie de la substance de l'entreprise aux

¹⁹ Jensen et Ruback [1983] montrent que les prises de contrôle jouent un rôle de mécanisme disciplinaire. Si les managers ne sont pas performants, ils voient leur gestion sanctionnée par une tentative de prise de contrôle. En cas de prise de contrôle, les actionnaires réalisent des gains alors que le gestionnaire enregistre une perte de bien être et parfois perd sa place.

²⁰ Dans leurs travaux de 1976 Jensen et Meckling montrent que la présence d'asymétrie d'information affecte le comportement des actionnaires ou des gestionnaires de telle sorte que la valeur de l'entreprise en soit réduite. Cette diminution de la valeur de la firme est appelée coûts d'agence.

²¹ Jensen « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, 76, mai, 1986, p 323-329. Jensen définit le free cash flow comme l'excédent de ressources à la disposition de l'entreprise après que tous les projets à VAN>0 aient été engagés.

dépens des créanciers et retirer des avantages supplémentaires par rapport à ce que les seconds estimaient a priori.

De manière générale, toute décision, non prévue par les créanciers, qui accroît le risque de la firme a pour effet d'augmenter la valeur des fonds propres aux dépens de la dette. Galai et Masulis [1976] ont montré par exemple qu'un investissement financé par de la trésorerie, c'est-à-dire autofinancé, illustre ce phénomène car la décision équivaut à substituer un actif risqué, l'investissement à cause de sa rentabilité aléatoire, à un actif non risqué, la trésorerie. Cet exemple indique que toute modification de la structure financière liée à un changement de taille de l'entreprise influence la valeur de chaque nature des capitaux. En conclusion, le conflit vient de ce que les actionnaires et les dirigeants peuvent préférer finalement un accroissement des risques alors que les créanciers ne s'y attendent pas a priori. Comme les investisseurs anticipent ce comportement de la part des gestionnaires, ils peuvent réagir en limitant le montant du prêt ou en augmentant le rendement exigé, imposant ainsi des coûts d'agence à l'émetteur de la dette²².

Au regard de ces premières analyses, on remarque que le lien entre endettement et valeur est complexe. Plusieurs éléments se font jour.

Premièrement, dans le cadre de symétrie informationnelle, il semble que la dette est à l'origine de la valeur alors qu'en situation d'asymétrie informationnelle c'est la valeur qui détermine le niveau de la dette.

Deuxièmement, si l'on considère que l'endettement influence la valeur, il est difficile d'en déterminer le sens. Pour Modigliani et Miller [1963], la dette a un effet bénéfique sur la valeur, alors que pour Altman [1968 et 1984] elle est source de faillite et génératrice de coûts. Même si Jensen [1986] ou Wruck [1990] reconnaissent que l'endettement peut être un facteur de fragilisation de la firme, ils mettent en évidence que l'endettement loin d'être une source de coûts est un élément essentiel de la restauration de la compétitivité de la firme au travers de la discipline qu'il impose aux dirigeants.

²² Selon Jensen et Meckling [1976], la structure optimale du capital d'une firme résulte du compromis entre les coûts d'agence et les bénéfices liés à l'utilisation de la dette.

Néanmoins, tous les auteurs s'accordent sur le fait que l'endettement est source de difficulté financière et qu'il accroît la probabilité de défaillance de la firme.

Si tel est le cas, ce phénomène devrait être plus marqué lors d'une récession économique où une entreprise fragilisée risque d'être d'autant plus touchée dans ses performances et son processus de création de valeur.

III - le rôle critique de l'endettement au cours d'une récession économique

L'existence d'effets positifs et négatifs attendus sur la valeur de la firme permet de suggérer dans le cadre de la STT [Static Tradeoff Theory]: Harris et Raviv, 1991 ; Myers, 1993] l'existence d'un optimum de financement. Si ces effets attendus sur la valeur sont bien documentés d'un point de vue théorique, il n'en est pas de même sur les effets réalisés sur la performance. Il est clair que la sensibilité du résultat d'une entreprise est loin d'être constant dans le temps. Elle est fonction du résultat initial, de l'état de l'économie, des caractéristiques de la firme ou encore de la nature de son financement.

Ainsi, au regard de l'ensemble des travaux antérieurs²³, force est de constater que l'association entre endettement, performance et valeur reste une question ouverte.

Si l'on se place dans l'hypothèse du free cash flow de Jensen [1986], on peut s'attendre à ce que l'endettement permette un accroissement des performances et de la valeur (endettement est alors un mécanisme de discipline sur le dirigeant). L'endettement est ici source de bon stress.

En revanche si la présence de l'endettement résulte de difficultés subies par la firme [Altman, 1968 et 1984 ; Opler et Titman, 1994], alors il aura pour conséquence d'entamer le capital de réputation et les performances de la firme. Dans ce cadre, l'endettement est source de mauvais stress.

Ainsi Opler et Titman [1994] montrent que la difficulté financière entraîne une perte de confiance qui se traduit par exemple par une perte de clientèle avant même la période de redressement judiciaire. Cependant l'influence de l'endettement

²³ Notons que la plupart des contributions théoriques ou empiriques sont issues d'études réalisées sur le marché américain.

sur la performance est conditionnée par une série de facteurs tels que le contexte économique [Platt et Platt, 1994], la structure de propriété [Charreaux, 1997], la capacité et la réputation du dirigeant [Pigé, 1997] ou encore le secteur d'activité [Opler et Titman, 1994].

Au sein de cette partie, nous nous proposons de mesurer l'influence du contexte économique sur la relation endettement-performance.

Dans un contexte d'expansion économique, on peut s'attendre à ce que les effets de l'endettement soient favorables à la firme (effet de levier positif, discipline sur la gestion ou encore effet de signalling).

En revanche dans un contexte de récession l'endettement allie des effets positifs (discipline sur la gestion et effet de signalling) et des effets négatifs (effet de levier négatif et réaction négative des tiers d'exploitation - clients et fournisseurs -).

En conséquence, nous chercherons, dans un premier temps, à mettre en évidence l'influence de l'endettement sur la performance et la valeur de l'entreprise en situation de récession économique. Puis, nous nous attacherons à montrer que la capacité d'endettement des entreprises dépend de ses caractéristiques propres. Enfin, nous chercherons à mettre en évidence que la difficulté financière n'affecte pas également toutes les firmes.

1. L'impact de l'endettement sur la performance et la valeur au cours d'une récession économique

Au sein de cette section, nous présenterons en quoi la prise en compte de l'endettement peut induire une dégradation des performances au travers des anticipations des tiers d'exploitation avant de présenter les résultats des études y afférents.

A : La prise en compte des réactions des tiers d'exploitation : position du problème

Opler et Titman [1994], en s'appuyant sur les travaux d'Altman [1984], reconnaissent que l'excès d'endettement, source de stress²⁴ financier, est à l'origine des coûts de défaillance. Si

²⁴ Notons que le « stress » est représentatif d'une situation de tension qui est bienfaitrice ou néfaste. Cliniquement, c'est une réponse d'un individu ou d'une organisation à toute demande d'adaptation ou de changement. Autrement dit, le stress est une situation de tension qui apparaît lorsque des difficultés surgissent et obligent l'entreprise à une nécessaire adaptation. Cette situation de tension peut être

les coûts directs sont mesurables, l'estimation des coûts indirects reste plus problématique Altman [1984]. Dans le prolongement de ces travaux, Opler et Titman [1994] arguent que les entreprises en difficulté peuvent subir une baisse de performance et d'activité avant même une situation de redressement judiciaire. Cette réflexion avait déjà été suggérée par Malécot [1984]. Ce dernier montre que les différents acteurs peuvent émettre des doutes quant à la pérennité d'une entreprise lorsqu'elle se trouve en situation de difficulté financière.

De crainte de subir des coûts d'opportunité et de crédibilité [Malécot, 1984], les partenaires de l'entreprise vont chercher à mieux se garantir avant même la situation de redressement judiciaire. Parmi ces coûts, on trouvera des coûts d'agence ou de délégation, portant sur la renégociation de contrats commerciaux et/ou financiers. En revanche, certains coûts (appelés coûts a posteriori) n'apparaissent qu'une fois la défaillance reconnue et prononcée : il s'agit de coûts de liquidation ou de réorganisation.

Cela conduit Malécot à envisager ces coûts dans un tableau à partie double (tableau 3).

Tableau 3 : Tableau illustrant la distinction entre coûts directs/indirects et coûts a priori/a posteriori²⁵.

| | Coûts directs | Coûts indirects |
|--|-------------------------|-----------------------------------|
| A Priori (Avant le redressement judiciaire) | Coûts administratifs | Coûts d'image (de crédibilité) |
| | Coûts de délégation | |
| A Posteriori (Pendant le redressement judiciaire) | Coûts de délégation | Coûts d'opportunité ²⁶ |
| | Coûts de réorganisation | |
| | Coûts de liquidation | |
| | Coûts sociaux | |

Cette approche a le mérite de prendre en considération les événements et actions qui se passent antérieurement à la situation de redressement judiciaire. Même si cette approche est plus riche, elle ne lève pas pour autant la difficulté d'évaluer les coûts a priori.

bénéfique puisqu'elle peut amener les dirigeants à agir avec plus de pragmatisme et d'efficacité, à l'inverse lorsque le stress devient insoutenable les dirigeants ne sont plus capables de faire face aux difficultés. Le stress devient alors une source de contre-performance.

²⁵ Tableau tiré de Malécot, 1984, « Théorie financière et coûts de faillite », Thèse pour le doctorat d'Etat, Université de Rennes I, p 384.

²⁶ Malécot précise également que les coûts a posteriori, sont par exemple, la perte de crédits d'impôts.

Cette approche a le mérite de prendre en considération les événements et actions qui se passent antérieurement à la situation de redressement judiciaire. Même si cette approche est plus riche, elle ne lève pas pour autant la difficulté d'évaluer les coûts a priori.

En définitive, Opler et Titman [1994] reprennent et développent cette approche. Ils cherchent à mesurer les coûts indirects subis par une entreprise en difficulté.

Dans le prolongement des travaux antérieurs, les auteurs estiment que l'indicateur de difficulté le plus pertinent est le niveau d'endettement. En effet, l'excès d'endettement est révélateur d'une situation de stress. Il peut être perçu comme un signal négatif par les partenaires de l'entreprise, et plus particulièrement par les partenaires d'exploitation. Selon la perception qu'ils auront de l'entreprise, les différents partenaires peuvent anticiper des problèmes à venir, d'autant plus que l'on se trouve dans une situation de récession économique²⁷. S'ils estiment que l'entreprise peut surmonter ses difficultés, ils lui garderont leur confiance, à l'inverse, ils peuvent convenir que les difficultés ne pourront pas être surmontées sans dommage pour l'entreprise qui, de ce fait, perdra une partie de sa crédibilité vis-à-vis de ses partenaires. Cette perte de crédibilité va agir sur la performance et la valeur.

Opler et Titman [1994] remarquent que le plus difficile ici est de déterminer précisément la perte de crédibilité auprès des tiers d'exploitation. Ils estiment qu'elle peut se mesurer au travers de la baisse des ventes (les auteurs parlent de perte de réputation). Cependant cette mesure reste sujette à discussion car la réduction du CA peut être le fait de l'action des managers, de la perte de réputation aux yeux de la clientèle ou encore de l'action agressive des compétiteurs (tableau 4).

²⁷ Traditionnellement la science économique parle de récession lorsqu'on observe une baisse du PIB.

Tableau 4 : Les sources de dégradation de l'activité d'une entreprise. (Tiré d'Opler et Titman « Financial distress and corporate performance », Journal of Finance, XLIX(3), July 1994, p 1018).

| Explication du déclin de la performance | Explication | Cette explication permet-elle de prévoir une baisse du CA | Cette explication permet-elle d'expliquer une baisse de la performance de la firme | Autres explications |
|---|--|---|--|--|
| Effet client | Les clients cessent leurs relations avec la firme | Oui | Oui | Le déclin est plus marqué pour les entreprises dont la production est spécialisée |
| Effet de la concurrence | Guerre des prix de la part des concurrents du secteur afin de s'octroyer des parts de marché | Oui | Oui | Le déclin risque d'être plus marqué pour les entreprises appartenant à des secteurs fortement concentrés |
| Action des dirigeants | Les dirigeants réduisent la taille de l'entreprise (vente des actifs non rentables) afin de dégager des liquidités pour leurs stratégies | Oui | Non | Le déclin de la performance pourrait s'expliquer par la réduction de la taille de la firme |

Cependant ils précisent qu'il est possible de déterminer l'importance relative de ces trois phénomènes.

Par exemple on peut penser que le déclin d'activité est dû au comportement des concurrents lorsqu'on se trouve dans un secteur oligopolistique. Les concurrents de la firme, percevant sa fragilité, seront amenés à développer des stratégies d'autant plus agressives en termes de guerre des prix (une des trois stratégies génériques développées par Porter, 1986) que leurs moyens financiers sont importants. Sachant que les forces de réaction de l'entreprise considérée sont amoindries, ils pourront s'octroyer de nouvelles parts de marché. Comme l'entreprise fragilisée ne pourra pas s'engager dans cette guerre des prix au risque de ne plus pouvoir faire face à ses échéances, elle risque d'observer un déclin de son CA et de ses ressources qui conduisent mécaniquement à une baisse de sa performance et à une hausse de son endettement.

²⁸ Cet effet de réputation a un caractère pluriel et peut trouver sa source chez les créanciers de l'entreprise. En effet, les banquiers peuvent craindre de ne pas voir leurs créances honorées. Ils doutent de la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements. Anticipant des difficultés à venir, ils accélèrent un processus de dégradation de compétitivité néfaste à la firme (réduction des concours bancaires, garanties demandées plus importantes) pouvant aboutir à la défaillance de celle-ci.

Par ailleurs, l'action des clients (et des fournisseurs)²⁸ est déterminante pour les firmes qui engagent d'importants frais de recherche et de développement (R&D). La R&D serait dans ce cas un indicateur de spécialisation de la production de la firme [Titman et Wessels, 1988 ; Titman et Opler, 1993]. En effet, la perte d'un client sera d'autant plus douloureusement ressentie en termes de performance que le marché potentiel pour ces produits est moins large que pour les produits grands publics. Le coût lié à la difficulté financière sera plus important dans une relation à long terme où les partenaires s'échangent des produits spécifiques à haute technologie.

Enfin, le déclin du CA peut également trouver sa source dans la réduction de la taille de la firme. En effet, pour surmonter la difficulté financière les managers peuvent céder une partie des actifs non stratégiques [Brown, James et Mooradian, 1994]. En réduisant la taille de la firme, ils affaiblissent le pouvoir de marché de l'entreprise et donc sa capacité à trouver dans une situation concurrentielle favorable.

Se plaçant dans une situation de récession économique, les auteurs cherchent à savoir d'une part, si les entreprises connaissent une baisse de performance (et au-delà de valeur) d'autant plus marquée que leur endettement initial est important, et d'autre part, si la récession économique entraîne une hausse de l'endettement.

Dans un premier temps nous présenterons la méthodologie et les mesures employées par Opler et Titman pour mettre en évidence le lien endettement-réputation et performance avant de présenter les résultats obtenus.

Opler et Titman cherchent à déterminer si l'existence d'un endettement initial élevé amplifie l'impact d'un choc économique sur la variation de performance de l'entreprise et sur la variation de l'endettement.

Pour répondre à ce problème, ils présentent leur méthodologie et leur choix de mesures de levier et de performance.

Ils considèrent tout d'abord que le phénomène qu'ils cherchent à mettre en évidence sera plus marqué pour les entreprises fortement endettées et appartenant à des secteurs en

La défaillance s'explique non pas par une mauvaise gestion mais par un manque de compétitivité pour satisfaire aux contraintes financières. Cette analyse a été reprise par Artus et Lecoite [1990].

Dans un dernier temps, ils utilisent une méthodologie classique : la régression linéaire multiple. Cette dernière prend la forme suivante³¹:

Performance de la firme³² (calculée entre T=-1 et T=+1)
= $\alpha + \beta_1 V1 + \beta_2 V2 + \beta_3 V3 + \beta_4 V4 + \beta_5 V5 + \beta_6 V6 + \beta_7 V7 + \varepsilon$ avec :

V1 = Log des ventes

V2 = Profitabilité du secteur industriel

V3 = Montant des investissements industriels/actifs

V4 = Montant des ventes d'actifs rapporté au secteur industriel

V5 = Appartenance à un secteur en difficulté

(Variable muette prenant les valeurs 0 ou 1)

V6 = Entreprises à haut levier

(Variable muette prenant les valeurs 0 ou 1)

V7 = Firmes à haut levier appartenant à des secteurs en difficulté

(Variable muette prenant les valeurs 0 ou 1)

ε = Résidus

Le choix d'utiliser une variable muette plutôt qu'une variable continue pour définir un fort levier est justifié par le fait que les auteurs font l'hypothèse que le lien entre endettement et performance n'est pas forcément linéaire. La variable V1 permet de prendre en compte le facteur taille. Les variables V2, V3 et V4 sont utilisées pour rendre compte de la spécificité du secteur dans lequel évolue chaque firme.

Le choix de cette méthodologie les amène immédiatement à préciser leurs mesures d'endettement et de performances.

Le degré de difficulté financière peut être apprécié à travers le levier. Ce choix présente l'intérêt de permettre des mesures faciles à effectuer. Pour calculer le levier, nous pouvons utiliser des valeurs comptables ou boursières. Si l'on définit le levier comme le rapport de la dette sur la valeur de l'action, on risque d'introduire un biais. En effet, le problème est ici de tester la relation existant entre le niveau d'endettement et la dégradation de la performance. Si la performance est appréciée à travers l'évolution du cours boursier (mesure que les auteurs utilisent), il

³¹ L'utilisation d'une régression linéaire se justifie par le fait que la variable expliquée suit une loi normale (ou tend vers une loi normale).

³² La performance de la firme est mesurée de 3 façons différentes : variation du CA, variation du cours boursier et variation de la performance économique (EBIT). Nous expliquerons le choix de ces mesures page suivante.

peut être dangereux d'introduire la même variable, ici le cours boursier, dans la mesure de l'endettement. C'est pourquoi les auteurs retiennent comme mesure du levier le rapport entre la valeur comptable³³ des dettes et le passif total.

Les mesures de performance choisies par Opler et Titman [1994] sont au nombre de trois. La variation du cours boursier et la variation du résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et amortissements (EBIT) et la variation de CA relativement aux moyennes du secteur dans lequel chacune des firmes se trouve.

La variation du cours boursier constitue un premier critère de performance. Il présente un intérêt dans le sens où il anticipe la rentabilité future de la firme et montre une variation de la valeur. Suivant l'hypothèse selon laquelle les rendements boursiers des firmes les plus endettées sont plus sensibles à un choc économique, les auteurs s'attendent à observer une corrélation négative entre le levier et les rendements boursiers durant les périodes de récession économique.

L'EBIT, quant à lui, ne partage pas les mêmes caractéristiques que celles décrites précédemment pour le rendement boursier, mais il a l'avantage de montrer le rendement généré par l'exploitation de l'entreprise. Si cette mesure a l'avantage de ne pas prendre en compte les dotations aux amortissements et aux provisions, elle n'est pas pour autant exempte de toute critique. En effet, les firmes peuvent manipuler temporairement leurs résultats. Cela peut se traduire par des ventes anticipées à leurs clients en accordant des conditions de crédit plus avantageuses.

La dernière mesure, la variation du CA, mesure l'impact de l'effet client ou de l'action de la concurrence. Cette mesure traduit la perte de confiance³⁴ des tiers d'exploitation. En effet ces derniers, de crainte de ne pas voir leurs contrats honorés, cherchent à se dégager préventivement afin d'éviter de subir des coûts de faillite.

Malheureusement, à l'instar d'Opler et Titman, nous ne pouvons pas déterminer avec précision si le déclin de l'activité (du CA) tient à l'action des managers (vente d'actifs et réduction du volume d'activité), des clients (perte de confiance) ou des concurrents (politique agressive de guerre des prix).

**L'excès
d'endettement
source de
dégradation de
la réputation et
des
performances**

³³ En utilisant une mesure comptable Titman et Wessels [1988] montrent que la relation entre le levier et la profitabilité apparaît comme substantiellement plus faible que lors de l'utilisation des valeurs de marché.

³⁴ Cette perte de confiance est appelée par Opler et Titman perte de réputation.

Malgré son imperfection, le CA reste un indicateur de réputation pour la firme. Si les firmes les plus endettées sont les moins performantes, on devrait observer une relation négative entre un haut levier et l'activité de l'entreprise (perte de réputation).

Le premier résultat obtenu par les auteurs est d'ordre descriptif. Ils montrent que les entreprises appartenant à des secteurs en récession subissent une hausse de leur endettement plus importante que les autres firmes. Si le montant des dettes (mesuré, rappelons le, par le ratio comptable des dettes totales sur le total du passif) est sensiblement équivalent en $T=-2$ pour les deux sous populations, il est différent en $T=0$. Les entreprises appartenant à des secteurs en récession voient leur ratio moyen passer de 29% à 34%, alors que dans le même temps les entreprises appartenant à des secteurs performants voient leur endettement évoluer de 30% à 31%.

Ils remarquent également que les firmes qui appartiennent à des secteurs en récession sont en moyenne de taille plus petite. Leur CA est de 181 millions de dollars en moyenne contre 480 millions pour celles appartenant à des secteurs performants.

En utilisant une méthodologie basée sur des régressions linéaires multiples, les auteurs montrent, sur l'ensemble de l'échantillon, que les entreprises les plus endettées (autrement dit en situation de détresse financière - c'est-à-dire appartenant aux deux derniers déciles) connaissent une dégradation de leurs performances d'activité plus marquée de l'ordre de 3% (au seuil de significativité de 1%) que les autres firmes. Cela indique que les firmes endettées perdent des parts de marchés lors d'une récession économique. En utilisant deux autres mesures de performances, la variation du cours boursier et l'EBIT, ils montrent que les firmes les plus endettées voient leurs performances boursières se dégrader plus fortement (de l'ordre de 4% à un seuil de significativité de 1%) ainsi que leurs performances d'exploitation (de l'ordre de 0,4% -néanmoins ce résultat n'apparaît pas significatif -).

Les résultats d'Opler et Titman suggèrent également que si les entreprises à fort levier, se trouvant dans un secteur industriel en récession, connaissent une dégradation de leurs performances significativement plus fortes que les autres. Ces entreprises en difficulté subissent, comparativement aux autres, un déclin plus

marqué de leurs performances (13,6% pour l'activité, 11,9% pour la valorisation boursière et 6,7% pour la performance économique - les deux premiers résultats étant significatifs au seuil de 1% et le dernier au seuil de 10% -). Le schéma 5 reprend de façon synthétique les résultats obtenus par Opler et Titman sur le lien existant entre la difficulté financière et la variation des performances.

Schéma 4 : Influence de l'endettement initial sur la performance des firmes appartenant à des secteurs en récession.



Leurs résultats font également apparaître qu'au sein des secteurs en récession les firmes à très haut levier (c'est-à-dire appartenant au dernier décile) connaissent une croissance de leur cours boursier de 23,6% (au seuil de significativité de 1%) plus faible que celles appartenant au premier décile.

Reprenant leurs hypothèses de départ Opler et Titman cherchent à savoir si le déclin des ventes est plus marqué pour :

- * Les entreprises appartenant à des secteurs capitalistiques.
- * Les entreprises appartenant à des secteurs oligopolistiques.
- * Les entreprises de petite taille.

Pour vérifier leurs hypothèses, ils procèdent de nouveau à des régressions linéaires en distinguant à chaque fois deux groupes d'entreprises.

Pour définir le caractère capitalistique d'un secteur, ils utilisent la variable des frais de recherche et de développement (R&D). Titman et Wessels [1988] montrent que les frais de R&D indiquent le degré de spécialisation de la firme. En effet dans des secteurs fortement spécialisés et de haute technologie, il est nécessaire d'engager d'importants frais de R&D afin de garder son avantage compétitif. Les firmes en difficulté dans ce type de secteur devraient connaître une baisse de performance forte en raison de la réticence de leurs partenaires à s'engager dans une relation de long terme³⁵.

Pour mesurer la concentration du secteur, Opler et Titman, en s'appuyant sur les travaux de Fudenberg et Tirole [1986], de Poitevin [1989] ou encore de Bolton et Scharfstein [1990], utilisent comme variables l'importance de l'activité des 4 plus grandes firmes du secteur. Si le CA cumulé de ces 4 plus grandes firmes excède 40% de l'activité totale du secteur, ce dernier est considéré comme fortement concentré.

Enfin, le CA est utilisé comme critère de taille. Les firmes dont le CA est supérieur à 100 millions de dollars sont considérées comme de grande taille.

En utilisant les frais de R&D comme mesure, les auteurs distinguent deux types de firmes, celles dont le rapport frais de R&D/CA est supérieur à 0,1% et les autres. Les résultats qu'ils obtiennent montrent qu'en période de récession économique les firmes à haut levier et appartenant à des secteurs fortement capitalistiques ($R\&D/CA > 0,1\%$) connaissent un déclin plus marqué de leurs ventes de 17,7% (au seuil de significativité de 5%). Les résultats sont également significatifs si l'on régresse sur la variable du cours boursier. Les firmes à haut levier appartenant des secteurs capitalistiques connaissent une perte de performance plus marquée de l'ordre de 19,8% (au seuil de 5%). Ces résultats confirment les hypothèses de départ émises par Opler et Titman à savoir que la perte d'activité est au moins partiellement due à la perte de confiance des clients.

³⁵ On peut s'attendre à ce que les clients soient d'autant plus réticents à acheter des biens de haute technologie à des firmes en difficulté [Baxter, 1967 ; Titman, 1984]. En effet ce type de biens nécessite le plus souvent un service sur le long terme. Si des clients émettent des doutes quant à la pérennité de l'entreprise, ils préféreront minimiser les risques et rechercheront un fournisseur capable d'engager une relation à long terme.

En prenant le taux de concentration au sein d'un secteur industriel, les auteurs montrent que les firmes à haut levier appartenant à des secteurs concentrés connaissent des baisses de leurs ventes supérieures de 18,6% à celles à faible levier (au seuil de significativité de 1%) et de baisses de performances boursières de 13,4% (au seuil de 1%) supérieures à celles à faible levier. Ce résultat suggère l'existence d'actions agressives des compétiteurs dont l'objectif est la prise de parts de marché aux entreprises en difficulté.

Enfin en distinguant les firmes selon le critère de taille (CA supérieur à 100 millions de dollars), les auteurs montrent que les petites connaissent une perte d'activité plus sévère que les grandes firmes mais curieusement les grandes sociétés connaissent une baisse de leurs cours boursiers plus importante que celles des petites firmes (16,2% contre 12,9%, à chaque fois au seuil de significativité de 1%).

Ce résultat peut s'expliquer à la lumière de travaux antérieurs³⁶.

En effet, les grandes sociétés peuvent connaître une très forte baisse de leurs performances durant les périodes de récession économique. Novaes et Zingales [1993] montrent qu'il est parfois plus difficile de réorganiser les grandes firmes en raison de leurs complexités organisationnelles. Jensen [1989 et 1993] suggère également que c'est dans les grandes sociétés qu'ils existent le plus de contrats « non cassables ». Pour cette raison, il est d'autant plus difficile de réorganiser l'entreprise et de restaurer la performance et le processus de création de valeur.

Même si l'étude d'Opler et Titman n'intègre pas les réactions des dirigeants, qui peuvent engager des mesures de restructuration susceptibles de restaurer la compétitivité de l'entreprise afin d'éviter d'être licenciés pour incompétence, force est de constater que l'excès d'endettement joue négativement sur les performances des firmes. La dette est un élément pris en compte par les tiers d'exploitation. On peut le considérer comme un facteur de la réputation de l'entreprise. Un lien de causalité apparaît qui peut s'énoncer dans les termes suivants : l'endettement est un élément de réputation aux yeux des tiers d'exploitation. Son excès peut engendrer leur méfiance.

³⁶ En théorie, les petites entreprises, dont l'accès au marché du crédit est plus difficile en raison de l'importance de l'asymétrie informationnelle entre les managers et les créanciers, devraient connaître un déclin de leurs ventes plus prononcé que les autres.

Prenant appui sur ce résultat, une question vient à l'esprit. Ainsi, si comme l'affirment Opler et Titman [1994], l'excès d'endettement est préjudiciable aux firmes, peut-on affirmer que la difficulté financière affecte également toutes les firmes ? L'envie vient alors de s'interroger si, à la lumière du cycle économique, l'endettement exerce une influence différenciée sur les performances et la valeur des entreprises. Ce sera l'objet du point suivant

2. Le choix de l'endettement comme compromis entre les coûts de free cash flow et les coûts de difficulté financière

A la recherche de l'endettement optimal

Pour notre structure financière, on a des idées, des ratios en tête. On voudrait trouver une bonne répartition entre capitaux propres et dettes à long terme (entretien avec le directeur financier de GTM Entreprise)

Notre démarche s'établira en deux temps. Tout d'abord, nous préciserons notre cadre d'analyse. Ensuite nous montrerons que le choix de l'endettement se fait en fonction des coûts de difficulté financière et de free cash flow.

Nous avons souligné que l'endettement avait de multiples fonctions. Le recours à l'endettement par les actionnaires, se fait plus particulièrement en fonction de l'existence d'opportunités d'investissement rentables [Ross, 1977] et du degré de pression recherché par les propriétaires pour discipliner les dirigeants [Jensen, 1986]³⁷.

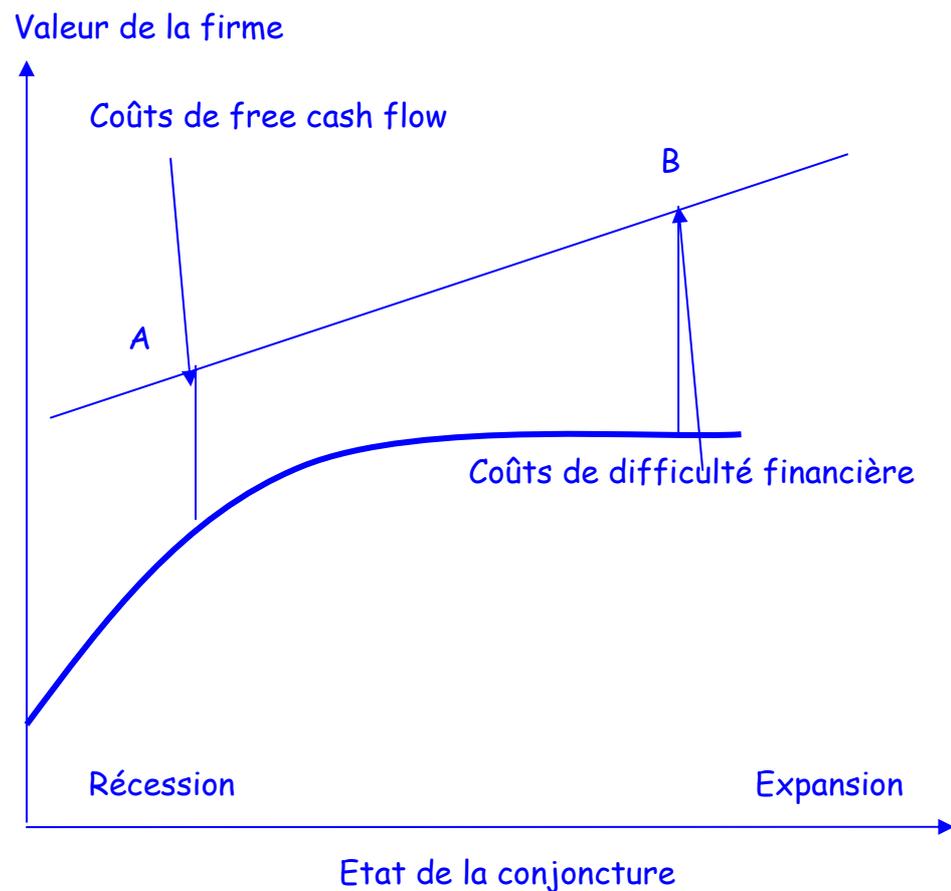
Ce choix, fait à un moment $T=0$, peut se révéler judicieux ou néfaste. En effet les actionnaires ne connaissent pas à l'avance l'état futur de l'économie en $T=1$. Deux cas peuvent se présenter : la récession ou l'expansion.

Si l'endettement choisi en $T=0$ est faible et que la conjoncture en $T=1$ est favorable alors les actionnaires de la firme risquent de supporter d'importants coûts de free cash flow. Les liquidités abondantes permettent à l'entreprise d'honorer aisément ses engagements et les liquidités en surplus peuvent être gaspillées par les managers ce qui va naturellement à l'encontre de la maximisation de valeur de la firme (zone B du graphique 1). A

³⁷ Même si la dette a d'autres fonctions, ces deux éléments constituent deux fondements incontournables dans la littérature financière.

l'inverse si l'endettement retenu en $T=0$ est fort et que survient une crise économique alors la firme risque de subir des coûts de difficulté financière [Opler et Titman, 1994] excessivement destructeurs de valeur (zone A du graphique 2).

Graphique 1 : Coûts de free cash flow et de difficulté financière d'une firme peu endettée.



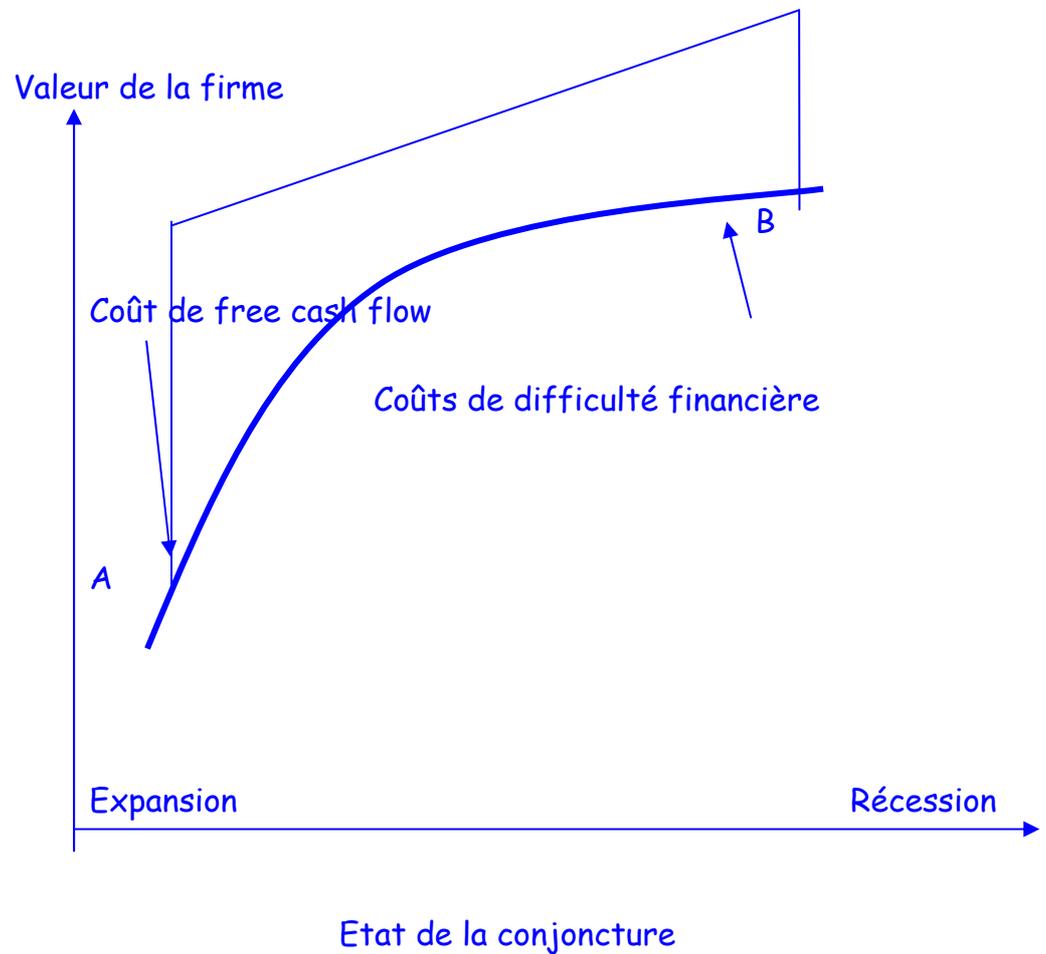
Légende :

—
Valeur de la firme comme fonction linéaire de la conjoncture économique³⁸
—

³⁸ On peut considérer à l'instar d'Edwards [1975] que si l'on se place dans un contexte de croissance, on assistera à une expansion de la production courante et de la capacité de produire. Ces deux processus ont une origine commune : l'investissement. Ce dernier a pour conséquence d'entraîner une hausse des résultats qui trouveront leur traduction dans la valeur de la firme.

Valeur de la firme en tenant compte des coûts de free cash flow et de difficulté financière

Graphique 2 : Coûts de free cash flow et de difficulté financière d'une firme fortement endettée.



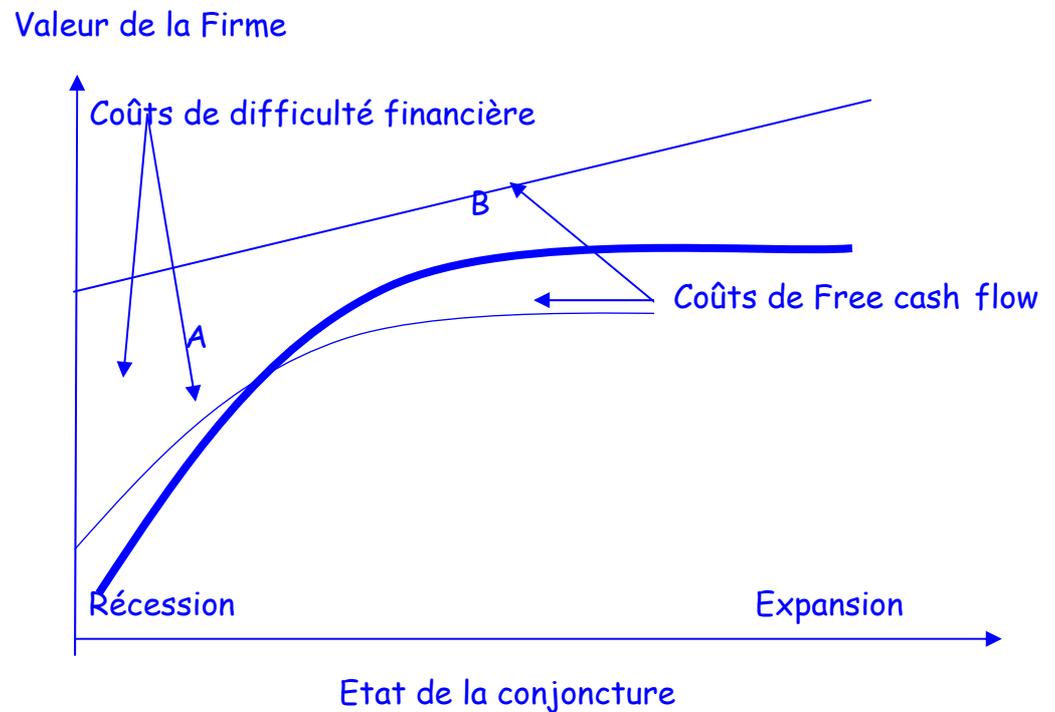
Légende :

Valeur de la firme comme fonction linéaire de la conjoncture économique

Valeur de la firme en tenant compte des coûts de free cash flow et de difficulté financière

Deux remarques doivent être soulignées à ce stade.

Graphique 3 : Evolution des coûts de difficulté financière et des coûts de free cash flow en fonction des caractéristiques de la firme.



Légende

— Evolution de la valeur d'une firme aux coûts de difficulté financière faible

— Evolution de la valeur d'une firme aux coûts de difficulté financière fort

Le graphique 3 montre que si une firme a des faibles coûts de difficulté financière, alors elle ne subira une destruction de valeur que dans le cadre d'une récession importante (niveau A). Tant que ce niveau de récession n'est pas atteint, les partenaires de la firme vont considérer que la viabilité de la firme n'est pas en cause et que son endettement ne la met pas en péril (courbe en trait fin). En revanche, pour une firme sujette à des coûts de difficulté financière importants, la récession va agir de façon néfaste beaucoup plus rapidement. Très rapidement, les

Premièrement, les coûts de difficulté financière et de free cash flow sont fonction à la fois de l'endettement initial et du niveau de la conjoncture.

Deuxièmement, la somme totale de ces coûts est différente. En effet, les coûts de difficulté financière sont plus importants dans un contexte de récession que les coûts de free cash flow dans un contexte d'expansion.

En définitive, on peut penser que le choix de l'endettement en $T=0$ va se faire sous la double contrainte d'une part, des coûts supportés par la firme et d'autre part, de la survenance d'un choc économique. On peut alors penser qu'il existe un niveau d'endettement capable de minimiser ces coûts (c'est-à-dire de rendre la somme des surfaces A et B la plus petite possible) et au-delà de maximiser la valeur.

L'intérêt de cette présentation tient dans la mise en évidence des coûts de free cash flow et de difficulté financière. Les coûts de free cash flow peuvent être constitués de dépenses somptuaires ou la mise en œuvre de projets d'investissement à VAN négative. Les coûts de difficulté financière peuvent, quant à eux, résulter de la méfiance des fournisseurs, de la perte de confiance des clients ou des coûts de réorganisation nécessaires à la restauration de la performance et du processus de création de valeur.

L'envie vient alors de savoir si ces coûts sont identiques pour toutes les firmes

2.2. L'impact différencié de l'endettement sur la valeur ou la recherche d'un endettement prudent en cas de récession économique

Si l'on se place dans le cadre d'une récession économique et en prenant appui sur notre précédente discussion, on peut estimer que l'endettement sera fonction des coûts de difficulté financière. Ces coûts ne sont pas identiques pour toutes les firmes. En effet l'illiquidité des actifs, l'importance des frais fixes, la faiblesse des marges d'exploitation sont autant d'éléments qui doivent influencer les actionnaires à choisir un endettement prudent capable de minimiser les coûts que l'entreprise aurait à supporter en cas de récession économique. Le graphique 3 visualise notre propos.

partenaires vont chercher à se désengager (niveau B) d'une relation qu'ils considèrent comme coûteuse car ils estiment que l'entreprise a atteint un niveau d'endettement dangereux qui remet en cause leur confiance (courbe en gras).

En définitive, le choix d'un endettement prudent (d'un niveau faible) génère deux effets contraires à l'aube d'un choc économique.

Si les anticipations des actionnaires se révèlent juste dans l'avenir en $T=1$, ils évitent des coûts de difficulté financière trop importants. A l'inverse si leurs anticipations sont mauvaises, le niveau d'endettement choisi ne permet pas de discipliner suffisamment les dirigeants qui sont tentés de gaspiller les free cash flow à leur disposition.

Enfin, force est de constater que, ceteris paribus, l'augmentation du levier amène à un accroissement des coûts de difficulté financière et au delà d'un certain seuil considéré comme critique de la part des tiers d'exploitation, l'entreprise est sujette à une baisse de ses performances et à une destruction de son processus de destruction de valeur [Opler et Titman, 1994].

Conclusion

En conclusion, on se doit de nuancer les propos qui ont trait à l'influence de l'endettement sur les performances et la valeur.

Une double ambiguïté se fait jour. La première porte sur le sens de la relation. Est-ce l'endettement qui est à la source du processus de création de valeur ou est-ce la valeur qui conditionne le niveau d'endettement ? La réponse est complexe et le sens de causalité dépend de l'existence (ou non) d'asymétrie d'information.

Si l'on se place délibérément dans la situation où l'endettement conditionne la performance et la valeur, alors surgit une seconde ambiguïté. En effet, si l'endettement, ou plutôt son excès est nuisible à la firme (perte de réputation, faillite), en revanche il peut agir comme un aiguillon et un moyen de discipline. En effet, révélateur d'une situation de crise, il peut obliger les dirigeants à entreprendre des actions qu'ils auraient cherché à éviter dans d'autres circonstances.

Néanmoins, l'influence de l'endettement ne peut se comprendre qu'au travers des caractéristiques propres à la firme et de l'environnement dans lequel elle opère. En effet, le choix d'un endettement optimal se fera selon les anticipations des dirigeants quant à la conjoncture future. Deux écueils sont à éviter. Si l'entreprise choisit un endettement faible de peur d'une récession et que se produit une expansion, elle ne pourra saisir toutes les opportunités de croissance qui s'offre à elle et verra sa position concurrentielle se détériorer. A l'inverse, le choix optimiste d'un fort niveau d'endettement peut se révéler catastrophique si une récession survient. Dans ce cas, c'est la survie même de l'entreprise qui sera en jeu avec la crainte de tomber en faillite. Il existe donc un endettement (que l'on qualifiera de prudent) capable de minimiser les coûts de perte de compétitivité et de faillite qui permet de maximiser le processus de création de valeur.

BIBLIOGRAPHIE

- AGHION P., BOLTON P. : « An incomplete contracts approach to financial contracting », *Review of Economic Studies*, 59, p 473-494, 1992.
- AIVAZIAN V.A., CALLEN J.L. : « Reorganization in bankruptcy and the issue of strategic risk », *Journal of Banking Finance*, 7, p 119-133, 1983.
- AKERLOF G.A. : « The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, p 489-500, 1970.
- ALTMAN E.I. : « Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy », *Journal of Finance*, XXIII(4), p 589-609, 1968.
- ALTMAN E.I. : « A Further empirical investigation of the bankruptcy cost question », *Journal of Finance*, XXXIX(4), p 1067-1089, 1984.
- AMIHUD Y. LEV B. : « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *Bell Journal of Economics*, 12(2), p 605-617, 1981.
- ARTUS P., LECOINTE P. : « Crise financière et crise de l'endettement privé aux Etats-Unis », *Document de la Caisse des dépôts et consignations*, 1990.
- BALDWIN C.Y., MASON S.P. : « The resolution of claims in financial distress the case of massey ferguson », *Journal of Finance*, XXXVIII(2), p 505-516, 1983.
- BAXTER N. : « Leverage, risk of ruin and the cost of capital », *Journal of Finance*, p 395-403, 1967.
- BEAVER W. : « Financial ratios as predictors of failure », *Journal of Accounting Research*, supplément to vol 5, p 361-381, 1986.
- BOLTON P., SCHARFSTEIN D.S. : « A Theory of Predation based on agency problems in financial contracting », *American Economic Review*, 80, p 93-106, 1990.
- BROWN D.T., JAMES C.M., MOORADIAN R.M. : « Asset sales by financially distressed firms », *Journal of Corporate Finance*, 1, p 233-257, 1994.
- CANELLA A.A., FRASER D.R., LEE D.S. : « Firm failure and managerial labor markets : evidence from texas banking », *Journal of Financial Economics*, 38, p 185-210, 1995.

- CASTA J.F. : « Surclassement flou, segmentation trichotomique et diagnostic de défaillance », Document de travail, CEREG, p 1-36, 1986.
- CHARREAUX G. : « Théorie financière », Encyclopédie de Gestion, Economica, Paris, p 2886-2901, 1987.
- COLLONGUES Y. : « Ratios financiers et prévision des faillites des PME », La Revue Banque, 365, p 963-970, 1977.
- CONAN J., HOLDER M. : « Variables explicatives de performances et contrôle de gestion dans les PMI », Thèse de doctorat d'Etat. Université Paris IX, 1979.
- DATTA S., ISKANDAR-DATTA M.E. : « The information content of bankruptcy filing on securityholders of the bankrupt firm : An empirical investigation », Journal of Banking and Finance, 19, p 903-919, 1995.
- DATTA S., ISKANDAR-DATTA M.E. : « Reorganization and financial distress : an empirical investigation », Journal of Financial Research, XVIII(1), p 15-32, 1995.
- DEANGELO H., DEANGELO L. : « Dividend policy and financial distress : and an empirical investigation of troubled NYSE firms », Journal of Finance, XLV(5), p 1415-1431, 1990.
- DENIS D.J., DENIS D.K. : « Causes of financial distress following leveraged recapitalizations », Journal of Financial Economics, 37, p 129-157, 1995.
- DENIS D.J., DENIS D.K. : « Performance changes following top management dismissals », Journal of Finance, L, p 1029-1057, 1995.
- DIAMOND D.W. : « Seniority and maturity of debt contracts », Journal of Financial Economics, 33, p 344-368, 1993.
- EDWARDS R.C. : « Stages in corporate stability and the risks of corporate failure », Journal of Economic History, p 428-457, 1975.
- FERRIS S.P., JARAYANAM N., MAKHIJA A.K. : « The response of competitors to announcements of bankruptcy : An empirical examination of contagion and competitive effects », Journal of Corporate Finance, 3, p 367-395, 1997.
- FRANKS J.R., TOROUS W.N. : « An empirical investigation of U.S firms in reorganization », Journal of Finance, XLIV(3), p 747-769, 1989.

- FRANKS J.R., TOROUS W.N. : « A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations », *Journal of Financial Economics*, 35, p 349-370, 1994.
- FUDENBERG D., TIROLE J. : « A 'signal-jamming' theory of predation », *Rand Journal of Economics*, 17, p 366-376, 1986.
- GABER J. : « Défaillance d'entreprise et coût du capital », Thèse de troisième cycle, Université de Rennes I, 312 p, 1983.
- GALAI D., MASULIS R. : « The option pricing model and the risk factor of stock », *Journal of Financial Economics*, 3, p 53-81, 1976.
- GILSON S.C. : « Management turnover and financial distress », *Journal of Financial Economics*, 25, p 241-262, 1989.
- GOFFIN R. : *Principes de la Finance Moderne*, Economica, 599 p, 1998.
- HARRIS M., RAVIV A. : « The theory of capital structure », *Journal of Finance*, XLVI(1), p 297-355, 1991.
- HAUGEN R.A., SENBET L.W. : « The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure », *Journal of Finance*, XXXIII, p 383-393, 1978.
- HAUGEN R.A., SENBET L.W. : « Bankruptcy and agency costs : their significance to the theory of optimal capital structure », *Journal of Financial and Quantitative Economics*, 23, p 27-38, 1988.
- HOTCHKISS E.S. : « Postbankruptcy performance and management turnover », *Journal of Finance*, L(1), p 3-21, 1995.
- JENSEN M.C. : « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, 76, p 323-329, 1986.
- JENSEN M.C. : « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, XLVIII, p 831-880, 1993.
- JENSEN M.C., MECKLING W. H. : « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, p 305-360, 1976.
- JENSEN M.C., RUBACK R.S. : « The market of Corporate Control : The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, 11, p 5-50, 1983.
- LANG L., STULZ R. : « Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements. An empirical analysis », *Journal of Financial Economics* 32, p 45-60, 1992.

LELAND H.E., PYLE D.H. : « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation », *Journal of Finance*, XXXII, p 371-387, 1977.

LEVASSEUR M., OLIVAUX J.L. : « Financement et fiscalité : faut-il mettre en réserves ou s'endetter ? », *Cahier du Cereg*, 8602, 1986.

MAATI J. : « Les actionnaires à l'intérieur des groupes et l'enracinement des dirigeants : une contribution à la connaissance des poupées russes », Thèse de L'université de Lille 2, 350p, 1994.

MALECOT J.F. : « Théorie financière et coûts de faillite », Thèse pour le doctorat d'Etat, 534 p, 1984.

MALECOT J.F. : « Redressement judiciaire, liquidation et taux de recouvrement des créances », *Cahier de recherches, centre CEREG*, 9205, Université paris Dauphine, 25 p, 1992.

MALECOT J.F. : « Les analyses théoriques des défaillances d'entreprises », *Problèmes économiques n°2286*, p 18-24, 1992.

MALECOT J.F. : « Défaillance d'entreprises et taux de recouvrement des créances », *Cahier de recherches, centre CEREG*, 9512, Université Paris Dauphine, 16 p, 1995.

MODIGLIANI F., MILLER M. : « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, 49, p 261-297, 1958.

MODIGLIANI F., MILLER M. : « Corporate income taxes and the cost of capital : a correction », *American Economic Review*, 53, p 433-443, 1963

MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W. : « Do managerial objectives drive bad acquisitions », *Journal of Finance*, XLV(45), p 31-48, 1990.

MYERS S.C. : « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, XXXIX, p 575-592, 1984.

MYERS S.C. : « Still searching for optimal capital structure », *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), p 4-14, 1993.

MYERS S.C., MAJLUF N. : « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics* 13, p 187-221, 1984.

NOAVES W., ZINGALES L. : « Financial distress as a collapse of incentive schemes », Unpublished Manuscript, University of Chicago, 1993.

OPLER T., TITMAN S. : « Financial distress and corporate performance », *Journal of Finance*, XLIX(3), p 1015-1040, 1994.

- PLATT H.D., PLATT M.B. : « Business cycle, effects on state corporate failure rates », *Journal of Economic Business*, 46, p 113-127, 1994.
- POITEVIN M. : « Financial signalling and the 'deep-pocket' argument », *Rand Journal of Economics*, 20, p 26-40, 1989.
- RILEY J. : « Competitive signalling », *Journal of Economic Theory*, 10, p 174-186, 1975.
- ROLL R. : « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *Journal of Business*, 59(2), p 197-216, 1986.
- ROSS S.A. : « The determination of financial structure : the incentive-signalling approach », *Bell Journal of Economics*, 8, p 23-40, 1977
- SAYAG A., SERBAT O. : *L'application du droit pour la faillite. Éléments pour un bilan*, Litec, Paris, 1982.
- SPENCE A. : « Competitive and optimal responses to signals, analysis of efficiency and distribution », *Journal of Economic Theory*, p 296-232, 1974.
- THORBURN K.S. : « Bankruptcy auctions : costs, debt recovery, and firm survival », Working paper, 34 p, 1999.
- TITMAN S., OPLER T. : « The determinants of leveraged buyout activity : free cash flow vs. financial distress costs », *Journal of Finance*, XLVIII(5), p 1985-1999, 1993
- TITMAN S., WESSELS R. : « The determinants of capital structure choice », *Journal of Finance*, XLIII(1), p 1-19, 1988.
- WARNER J. : « Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims », *Journal of Financial Economics*, 20, p 239-276, 1977
- WARNER J. : « Bankruptcy costs : some evidence », *Journal of Finance*, XXXII(2), p 337-347, 1977.
- WEISS L. : « Bankruptcy resolution : direct costs and violation of priority of claims », *Journal of Financial Economics*, 27, p 285-314, 1990.
- WRUCK K. H. : « Financial distress, reorganization, and organizational efficiency », *Journal of Financial Economics*, 27, p 419-444, 1990.