

Structure du capital et mesures de restructuration*

Éric SEVERIN

Solène DHENNIN

Université de Lille 2

Classification JEL : G33, G34

Correspondance :

Université de Lille 2,
1 Place Déliot, BP 381
59020 Lille Cédex
Tél : 03 20 90 76 06
E-mail : severin@hp-sc.univ-lille2.fr

Résumé : Cet article traite du lien entre la structure du capital et les mesures de restructuration engagées par les entreprises françaises en difficulté. Ces dernières utilisent un panel de mesures pour surmonter leurs difficultés et il apparaît que l'endettement a une influence positive sur les mesures de restructuration opérationnelle. En revanche, le rôle de la structure d'actionnariat apparaît plus brouillé. Enfin, les résultats suggèrent à la fois des similitudes et des différences dans les pratiques de restructurations françaises face à leurs homologues japonaises et américaines.

Mots clés : endettement – structure du capital – mesures de restructuration.

Abstract : This article deals with the relationship between capital structure and restructuring measures taken by French firms in distress. These firms use a panel of measures to face with their difficulties and leverage has a positive influence on operational restructuring measures. However, the impact of the ownership structure appears unclear. Finally, our results suggest both similarities and differences between restructuring measures of French firms and restructuring measures of American and Japanese firms.

Key words : leverage – capital structure – restructuring measures.

* Une version préliminaire de cet article a fait l'objet d'une présentation à la Journée de l'AFFI de Paris en décembre 2001. Nous remercions les participants à cette journée pour leurs commentaires et suggestions. Nos remerciements vont également à Fany Declerck, Marie-Christine Filareto et au professeur Frédéric Lobe pour leurs commentaires constructifs sur une première version de cet article. Enfin, les auteurs tiennent à remercier les deux rapporteurs anonymes de la Revue Finance Contrôle Stratégie. Les erreurs et omissions ne sont imputables qu'aux auteurs.

Les firmes qui subissent de graves difficultés peuvent engager des mesures opérationnelles (Gilson 1989), organisationnelles (Wruck 1990) ou financières (Gilson *et al.* 1990). Les mesures opérationnelles et organisationnelles se traduisent par la réorganisation de l'entreprise, la réduction des coûts, les désinvestissements ou encore par des licenciements (John *et al.* 1992). Les mesures financières se composent principalement de la renégociation de la dette, de l'augmentation de capital et de la modification de la politique de dividendes. Le fait de savoir pourquoi les firmes en difficulté choisissent une mesure de restructuration plutôt qu'une autre reste une question encore largement inexplorée. Analyser ces mesures peut permettre d'une part, de mieux cerner leur éventuelle complémentarité, d'autre part, de mieux mesurer la rapidité avec laquelle elles sont prises.

Toutes les mesures de restructuration peuvent trouver leur origine dans de multiples causes. L'objectif de cet article est de déterminer d'une part, l'influence de la structure financière, d'autre part, l'influence de la structure d'actionnariat sur les mesures engagées par des entreprises en difficulté (Ofek 1993).

Dans le prolongement de Jensen (1989), nous pouvons chercher à savoir si les entreprises les plus endettées vont se restructurer d'autant plus rapidement et fortement qu'elles sont proches de l'état de faillite. Par ailleurs, nous pouvons considérer que la structure de l'actionnariat peut avoir une influence sur la nature et l'ampleur des mesures engagées. Dans le prolongement de Jensen et Meckling (1976) et d'autres auteurs tels que Shleifer et Vishny (1986), Bethel et Liebeskind (1993), Agrawal et Knoeber (1996), nous pouvons considérer que la nature et la concentration de l'actionnariat peuvent influencer les mesures prises.

De notre étude empirique réalisée sur un échantillon d'entreprises françaises cotées sur la période 1995-1998, ressortent plusieurs résultats principaux.

Premièrement, il apparaît que les pratiques de restructuration des entreprises françaises se rapprochent, en termes de licenciements, des entreprises américaines alors qu'en revanche leurs pratiques en termes de désinvestissement semblent se situer à un niveau intermédiaire entre celles des firmes japonaises et américaines (Kang et Shivdasani 1997). En outre, les entreprises françaises en difficulté tombent plus fréquemment en redressement judiciaire que leurs homologues américaines ou japonaises. Deuxièmement, nos résultats suggèrent que

l'essentiel de ces mesures est pris sur deux ans à compter de l'année de difficulté, ce qui indique une certaine réactivité des entreprises françaises. Ce résultat est à mettre en perspective avec les études américaines et japonaises qui mettent aussi en évidence cette réactivité. Troisièmement, l'endettement, et plus encore l'endettement à court terme, influent positivement sur les mesures de restructuration opérationnelle. Enfin, aucune relation claire n'apparaît entre la structure de l'actionnariat et les mesures de restructuration. Si l'on observe que la concentration de l'actionnariat semble favoriser les mesures de restructuration opérationnelle, on ne peut pas conclure à la significativité du résultat.

Notre travail s'organisera comme suit. Dans une première section nous présenterons notre discussion théorique et nos hypothèses de recherche. La seconde section sera consacrée à la présentation de nos données et de notre méthodologie. La troisième section sera consacrée à la présentation des résultats et à leur analyse. Enfin, nous concluons.

1. Discussion théorique

De très nombreux modèles ont cherché à mettre en évidence d'une part, la relation entre la structure financière des entreprises (caractérisée par le ratio des dettes rapportées aux capitaux propres), d'autre part, la relation entre la structure de l'actionnariat (caractérisée soit par l'implication du dirigeant dans le capital, soit par la concentration de l'actionnariat) et les actions de restructuration entreprises. Cette discussion se propose de reprendre les apports théoriques et les résultats empiriques concernant les mesures de restructuration des firmes en difficulté. Plus précisément, notre propos s'attachera d'une part, à cerner le lien existant entre la structure financière et la probabilité de survie des mesures de restructuration, d'autre part, à rendre compte de l'influence de la structure d'actionnariat sur ces mêmes mesures de restructuration.

1.1. De la relation entre le niveau d'endettement et les mesures de restructuration

L'influence de l'endettement sur les mesures de restructuration engagées par les firmes peut tenir dans son importance (rapport des dettes

face aux capitaux propres) ou dans sa nature. En s'appuyant sur Levasseur et Quintart (2000), on peut définir l'endettement comme : « *une forme de financement caractérisée par un échéancier de remboursements, des modalités de rémunération (intérêts) déterminées à l'avance (fixes ou variables) et une absence de droit sur la gestion* ». En prenant appui sur cette définition et sur la littérature théorique, nous nous attacherons à déterminer l'influence de l'endettement, en nous référant tant à son volume qu'à sa maturité, sur les modalités de restructuration engagées par les firmes.

1.1.1. Structure financière et mesures de restructuration

Les faibles performances et la destruction de valeur amènent le plus souvent les firmes à engager des mesures de restructuration opérationnelle telles que des réductions de coûts, des licenciements ou encore des désinvestissements (John et al. 1992) et financières telles que la renégociation de la dette, l'augmentation de capital et la baisse des dividendes (Gilson et al. 1990 ; DeAngelo et DeAngelo 1990). Plus précisément, la structure financière influence aussi bien les mesures opérationnelles que les mesures financières engagées par la firme. Les modèles de Jensen (1986) et de Stulz (1990) supposent que l'importance des engagements financiers à honorer par les firmes les contraint à désinvestir. D'autres modèles (Harris et Raviv 1990) montrent que le défaut de la firme (ici la violation d'une clause du contrat¹) a pour conséquence d'accroître la probabilité des mesures de restructuration et d'augmenter la valeur de la firme. Ces modèles supposent que les créanciers exercent un contrôle important pour que la firme retrouve le chemin de la compétitivité. De façon générale, un excès d'endettement augmente la probabilité des désinvestissements, des licenciements, des réductions de coût et du remplacement du directeur et de l'équipe dirigeante².

¹ La littérature financière parle de *covenant*.

² Cette affirmation est à nuancer dans le cas français en raison de la structure d'actionnariat des entreprises françaises. Il y a une forte proportion d'entreprises familiales dans le tissu industriel français. Dans la suite de notre propos, nous occulterons cet aspect des choses. En effet, des mesures de restructuration peuvent être engagées tant par les dirigeants déjà en place que par de nouveaux dirigeants.

En outre, la structure financière peut également influencer la politique de renégociation de la dette³, la politique de dividende et d'augmentation de capital.

De façon générale, la structure financière affecte le choix entre renégociation de la dette et faillite. Jensen (1989) met en évidence que les entreprises les plus fortement endettées cherchent le plus souvent à restructurer leurs dettes lorsqu'elles constatent une destruction de valeur. Pour ces firmes, les restructurations financières sont préférables à la défaillance génératrice de coûts en particulier lorsque la valeur de continuation de la firme est beaucoup plus élevée que sa valeur de liquidation. En conséquence, la faillite est d'autant plus probable que l'endettement est le fruit des pertes qui rendent la valeur de continuation très proche de sa valeur de liquidation. Ainsi, Jensen (1989) montre que plus une firme est endettée, plus l'occurrence des mesures de restructuration est fréquente car si elle en retardait l'application, elle pourrait très rapidement tomber sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire. L'argumentation de Jensen (1989) serait de nature à prédire que la restructuration de la dette est fréquente lorsque les firmes connaissent une brusque mais brève contre-performance.

Cependant, pour mieux mesurer l'influence de l'endettement sur la probabilité d'une restructuration de la dette, il convient de prendre en compte le facteur liquidité. En effet, les firmes dont l'actif est liquide peuvent ne pas avoir à restructurer la dette ou à ne pas tomber sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire.

Par ailleurs, le rôle de l'endettement peut avoir un effet sur les dividendes et sur la nécessité d'une augmentation de capital. Cet article se propose de regarder en particulier si d'une part, conformément à l'argumentation de Jensen (1989) et de DeAngelo et DeAngelo (1990), l'excès d'endettement conduit à une restructuration de la dette et à une diminution des dividendes et si, d'autre part, conformément à l'argumentation de Ginglinger (1984), des augmentations de capital sont engagées afin de franchir un « *cap difficile* ». Plus précisément,

³ Le terme de réorganisation doit être compris dans le sens de réorganisation privée au sens de Gilson et *al.* (1990). En effet, il s'agit ici d'une renégociation préventive de la dette avant que la firme ne tombe sous le coup d'une procédure judiciaire. À partir de là, la renégociation privée de la dette est une transaction dans laquelle un contrat de dette est remplacé par un nouveau contrat avec au moins une des conséquences suivantes : le taux d'intérêt et/ou le paiement du principal de la dette sont réduits (Gilson et *al.* 1990), l'échéance de la dette est prolongée, les créanciers reçoivent des titres de la firme.

Ginglinger (1984) montre, sur un échantillon de 299 entreprises industrielles ayant réalisé des augmentations en numéraire sur la période allant de 1969 à 1982, que 17,7 % des opérations sont réalisées par des sociétés très endettées qui se voient contraintes d'augmenter leurs fonds propres pour éponger leurs pertes, reconstituer leur fonds de roulement et créer un nouvel équilibre de leur structure financière. L'auteur précise que l'augmentation de capital dans le cadre de ces sociétés s'assimile à une opération de « *dernier recours* ». Un des principaux objectifs de ce travail est donc de chercher à savoir si l'excès d'endettement conduit à une plus grande probabilité de survenance d'une restructuration opérationnelle et financière. Deux hypothèses sont ainsi testées :

Hypothèse 1 : L'endettement, et plus spécialement son excès, est un élément qui favorise les mesures de restructuration opérationnelle et financière.

Hypothèse 2 : Toutes choses égales par ailleurs, la liquidité de l'actif est un élément qui influe négativement sur les mesures de restructuration.

1.1.2. De la maturité de l'endettement sur les restructurations⁴

Si l'on se place du côté de l'emprunteur, le choix entre la dette à court terme (DCT) et la dette à moyen et long terme (DLMT) peut se comprendre à la lumière des coûts de transaction. Si l'on se situe dans ce cadre, le choix entre DCT et DLMT peut avoir une influence sur la valeur de la firme. Flannery (1986) développe un modèle à deux périodes à travers lequel il tente d'expliquer l'effet de l'asymétrie d'information sur le choix de la maturité de la dette. Les entrepreneurs recourent au seul marché de la dette pour remédier à leur fragilité financière. Si l'on suppose que chaque firme supporte un coût de transaction fixe C pour n'importe quelle opération d'endettement, il en découle une économie de coûts pour une firme qui s'endette à long terme : la valeur de marché sera égale à $V-C$ (avec V valeur intrinsèque de la firme). En revanche, le coût supporté par la firme qui s'endette à court terme et qui

⁴ La notion de nature de l'endettement est plurielle. Il peut s'agir de la maturité (dette à long terme ou dette à court terme) ou du type de créanciers (obligataires et/ou bancaires). Sur l'influence de la nature (obligataire ou bancaire) de l'endettement sur les mesures de restructuration, le lecteur intéressé pourra se référer à Brown et al. (1994).

renouvelle sa dette en $t+1$, est de $2C$. Sa valeur sur un marché efficient est supposée être de $V-2C$. Si l'objectif de l'entreprise est de maximiser sa valeur de marché, le choix d'une maturité plus longue est donc un choix rationnel.

En s'appuyant sur ce raisonnement, il est alors légitime de s'interroger sur l'existence de la DCT. Son utilisation peut trouver sa source au travers d'avantages qui ont été mis en évidence par Diamond (1991). Ce dernier montre que le choix de l'utilisation de la DCT peut aider la firme à développer son capital réputationnel auprès des intermédiaires financiers. En effet, contrairement à la DLMT, la DCT est exigible plus fréquemment. Le fait pour l'emprunteur de pouvoir honorer sans problème ses engagements lui permet d'une part, de confirmer sa solvabilité (et au-delà d'entretenir des relations privilégiées avec sa banque), d'autre part, de pouvoir ensuite « aller chercher » de la dette sur le marché. Plus explicitement, la dette « interne » facilite l'émission de la dette « externe » (Fama 1985). En définitive, la firme a tout intérêt à acquérir une certaine réputation auprès des intermédiaires afin de faciliter, voire de justifier, sa présence sur le marché financier.

Néanmoins, si l'argumentation de Diamond (1991) permet de justifier l'utilisation de la DCT, force est de constater que son existence est une source de risque pour les entreprises, à savoir le risque de liquidité. Ce dernier se manifeste lorsqu'un emprunteur solvable mais illiquide se trouve incapable de rembourser sa dette. Cela peut le conduire, dans les cas les plus graves, à une situation de faillite. Même, si l'on exclut cette situation extrême, la DCT peut être source d'inconvénients lorsque l'entreprise connaît des difficultés. Dans ce cadre, le prêteur opte pour la liquidation du projet et prive l'emprunteur de la possibilité de renouvellement. Dans le prolongement de cette argumentation Jensen (1989) suggère que plus la part de l'endettement à court terme est forte, plus l'entreprise considérée va engager des mesures de restructuration rapides et importantes de crainte qu'elle ne tombe sous le coup d'une faillite. À partir de cette dernière argumentation, nous pouvons proposer une troisième hypothèse :

Hypothèse 3 : Plus la dette à court terme, rapportée à l'ensemble de l'endettement financier, est importante, plus les efforts de restructuration seront importants car l'entreprise risque de se trouver, toutes choses égales par ailleurs, dans une impasse financière.
--

1.2. De la relation entre la structure de l'actionnariat et les mesures de restructuration

La structure de l'actionnariat est un concept pluriel, car il comprend la structure de l'actionnariat (concentration et/ou nature des actionnaires⁵) mais également la participation des dirigeants au capital. Notre propos insistera plus particulièrement sur deux aspects de la structure d'actionnariat à savoir la participation des dirigeants au capital et la concentration de l'actionnariat.

1.2.1. La participation des dirigeants au capital

Selon la théorie de l'agence, plusieurs catégories d'actionnaires sont supposées constituer des garanties de l'efficacité de la gestion des dirigeants : les actionnaires dirigeants, les actionnaires financiers et, enfin, les actionnaires institutionnels. Nous nous intéresserons plus particulièrement ici aux actionnaires dirigeants.

Il existe à ce sujet trois conceptions majeures. Selon Jensen et Meckling (1976), plus le pourcentage détenu par les dirigeants est fort, plus ces derniers vont chercher à maximiser la valeur de la firme. C'est l'hypothèse de convergence des intérêts mise en évidence dans l'ensemble de la littérature traitant des problèmes d'agence. En réponse à ces premières conclusions, Demsetz (1983) montre que la performance est contrainte par l'environnement et par les conditions d'exploitation de l'entreprise. Cette thèse, encore appelée thèse de la neutralité, prône donc que toutes les structures sont équivalentes. Enfin, la thèse de l'enracinement (Shleifer et Vishny 1989) suggère que plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant est important, plus il peut se soustraire au contrôle des actionnaires et peut ainsi gérer la société selon ses propres intérêts (c'est-à-dire dans une optique contraire à la maximisation de valeur).

À partir de ces postulats, de très nombreuses études empiriques ont cherché à valider ces différentes thèses. Il en ressort une pluralité de résultats⁶. Néanmoins, si nous nous plaçons dans l'hypothèse de Jensen

⁵ Nous occulterons dans ce travail cet aspect car, à notre connaissance, aucune base de données françaises ne permet d'obtenir cette information de façon satisfaisante.

⁶ Les résultats des études empiriques, traitant du lien entre la structure de propriété et la performance, sont contradictoires. Certains travaux ont montré une linéarité de la relation (Cole et Mehran 1998) alors que d'autres études mettent en évidence une relation non linéaire entre performance et structure de propriété (Morck et al. 1988).

et Meckling (1976) d'alignement des intérêts, nous pouvons dresser une quatrième hypothèse :

Hypothèse 4 : Plus les dirigeants ont une part importante au capital, plus ils vont engager des mesures tant opérationnelles que financières capables de restaurer la performance de la firme.

1.2.2. La concentration du capital

La concentration du capital est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires (Shleifer et Vishny 1986 ; Bethel et Liebeskind 1993 ; Agrawal et Knoeber 1996). En effet, dans une firme à l'actionnariat très dispersé, aucun actionnaire n'a intérêt à engager des ressources (du temps et des fonds) pour exercer un contrôle sur la gestion car il sera le seul à supporter le coût de l'investissement alors que l'ensemble des propriétaires ou des partenaires de la firme bénéficiera de cette action. En revanche, lorsqu'un actionnaire possède une part significative du capital, il est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de la firme, car il s'appropriera une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés. Cela nous conduit à proposer une dernière hypothèse :

Hypothèse 5 : Plus l'actionnariat est concentré, plus les actionnaires vont favoriser les mesures de restructuration.

Ayant précisé notre cadre théorique et nos hypothèses de recherche, nous allons dans la section suivante présenter nos données et notre méthodologie.

2. Données et méthodologie

Comme nous cherchons à mettre en évidence une relation entre les caractéristiques de la structure financière (et du capital) des firmes et les mesures de restructuration, nous avons constitué une base à partir de données comptables et de la presse. Sur la base de cette collecte, nous avons appliqué, dans un second temps, une méthode de régression logistique destinée à apporter une validation (ou une infirmation) empirique aux hypothèses développées dans la discussion théorique.

2.1. Constitution de la base de données

La difficulté 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. Pour Denis et Denis (1995), la difficulté comporte deux facettes. La première peut se confondre avec le moment où l'entreprise tombe sous le coup d'une procédure de redressement judiciaire, la seconde peut être le moment de l'engagement de mesures de restructuration. Cela étant, la plupart des études empiriques utilisent comme mesures de difficulté, des variables comptables et/ou boursières. Les critères comptables font une large place au concept de solvabilité à court terme. Ainsi le montant des frais financiers rapporté à l'EBIT (*Earning Before Interests and Taxes*) est l'indicateur le plus souvent utilisé.

À l'instar de Gilson (1990) ou d'Ofek (1993), nous avons choisi comme critère de difficulté le critère boursier car il met l'accent sur la baisse de rentabilité et la destruction de valeur pour l'actionnaire⁷. Au moyen de l'information à notre disposition, nous avons repris, au sein de l'Année Boursière et sur la période 1995-1998, l'ensemble des entreprises⁸ dont les cours boursiers avaient connu une baisse de plus de 50 % sur chacune des années considérées⁹. Nous avons tout d'abord pris soin d'exclure toutes les sociétés du secteur financier, du secteur des assurances ou des sociétés de portefeuille dont l'activité entraînait un traitement comptable des revenus et des profits différent de celui des autres secteurs d'activité. Ce premier tri nous a conduit à retenir 78 entreprises. À partir de là, nous avons retiré de notre échantillon toutes les entreprises pour lesquelles nous n'avons pu obtenir aucune information au sein des bases Dafsa Pro et des Échos¹⁰. Au terme de ce travail, notre échantillon était constitué de 53 entreprises.

⁷ Le point de vue adopté dans la plupart des papiers est celui de l'actionnaire. Cela peut s'expliquer en raison de la prééminence de ceux-ci dans le monde économique anglo-saxon et plus particulièrement américain. Si ce point de vue est par essence limité, il nous permettra en revanche de mettre nos résultats en perspective avec les études américaines en particulier celle d'Ofek (1993).

⁸ Notons immédiatement que la SBF utilise une nomenclature constituée de 12 secteurs. Nous n'avons retenu que les sociétés industrielles et de services (secteurs 1 à 9).

⁹ Nous avons retenu ce critère dans le prolongement d'Ofek (1993). L'auteur construit un échantillon de firmes aux performances faibles en sélectionnant arbitrairement celles dont la rentabilité annuelle de l'action est dans les 10 % les plus faibles de l'ensemble du marché après avoir été dans les 67 % les plus fortes l'année précédente.

¹⁰ Ces bases ont été mises à notre disposition par l'Université de Lille 2.

2.1.1. Données comptables et financières

Utilisant l'Année Boursière, nous avons pu obtenir pour chacune des entreprises retenues : le secteur d'appartenance sectorielle de la firme, le cours boursier au 31/12, la capitalisation boursière et le montant des dividendes. Les différents tableaux ci dessous reprennent les éléments d'information retenus.

Tableau 1 - *Appartenance (en termes de marché) des firmes en difficulté (total 53 entreprises)*

Année	Nombre d'entreprises	Premier marché		Second Marché
		Règlement mensuel	Comptant	
1995	16	4	5	7
1996	8	1	1	6
1997	9	0	2	7
1998	20	4	2	14

Tableau 2 - *Statistiques descriptives des firmes de l'échantillon en termes de performance boursière annuelle sur la période 1995-1998*

Année de détresse	N	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum
1995	16	-64,0	-60,5	-89,7	-50,2
1996	8	-65,8	-63,5	-93,5	-54,0
1997	9	-62,4	-60,0	-76,3	-50,8
1998	20	-60,6	-59,9	-74,7	-51,2
Total	53	-62,7	-60,1	-93,5	-50,2

N.B. : Les chiffres sont en %. N = Nombre d'observations. Les performances sont des performances annuelles. La méthode retenue par les autorités boursières (selon l'Année Boursière) pour calculer les performances boursières de la firme est la différence entre le cours de fin d'année et celui du début d'année rapporté au cours de début d'année.

Tableau 3 - *Récapitulatif des observations par secteur*

Secteur SBF	Nombre de firmes par secteur
1 Énergie	1
2 Produits de base	4
3 Construction	2
4 Biens d'équipement	13
5 Automobile	1
6 Autres biens de consommation	14
7 Industrie agro-alimentaire	0
8 Distribution	11
9 Autres services	7
Total	53

Ces différents tableaux nous conduisent à plusieurs observations. D'une part, les firmes du Second Marché représentent 64 % de notre échantillon. Ce résultat est à mettre en rapport avec les données initiales pour lesquelles nous pouvons observer qu'environ 70 % des entreprises (industrielles et commerciales) appartiennent au Second Marché. D'autre part, on observe qu'en moyenne la baisse du cours boursier par année se situe entre 60,4 % (année 1998) et 65,8 % (année 1996). Pour l'ensemble de l'échantillon la chute moyenne du cours boursier est de 62,7 %, ce qui constitue une très forte perte de richesse pour les actionnaires. En ce qui concerne l'appartenance sectorielle, on constate que les entreprises de service représentent 34 % de notre échantillon, le reste étant constitué d'entreprises industrielles. Ce résultat est à rapprocher des données issues de la base Dafsa-Pro. Si l'on exclut les holdings, les entreprises financières, immobilières et les entreprises d'assurances, on observe sur la période considérée que 37 % des entreprises sont des entreprises de service et 63 % des entreprises industrielles. Néanmoins, on ne constate pas dans notre échantillon une forte sur-représentation des entreprises de services par rapport à la population initiale. À partir de la base de données Dafsa-Pro, nous avons repris pour chacune de nos sociétés des éléments d'information comptable dont le détail est repris dans le tableau 4.

2.1.2. Choix de variables de levier, de structure d'actionnariat et de contrôle

Comme nous cherchons à mesurer l'impact de la structure financière et de la structure de l'actionnariat sur les mesures de restructuration, plusieurs variables ont été choisies. Il s'agit de variables de levier, de maturité de l'endettement, de participation des dirigeants au capital et de concentration d'actionnariat. À ces variables s'ajoutent des variables de contrôle portant sur la composition du conseil d'administration et sur la taille.

Le levier

En nous inspirant de Charreaux (1997), nous avons repris le rapport dettes financières en valeur comptable/fonds propres en valeur comptable (variable SFC ou variable de structure financière). Comme le soulignent Rajan et Zingales (1995), le levier peut être mesuré de nom-

breuses façons¹¹. Le choix de notre ratio de structure financière (SFC) se justifie par l'importance qui lui est donnée par les créanciers financiers. En effet, si ce ratio est supérieur à un, cela signifie qu'une part des dettes financières n'est pas couverte par les fonds propres qui constituent la garantie des créanciers financiers au cas où la situation de l'entreprise tournerait à la déconfiture. Néanmoins, le levier doit s'apprécier par rapport à la liquidité des actifs. Une forte liquidité devrait permettre à l'entreprise de mieux surmonter ses difficultés. En effet, la liquidité représente la capacité que la société a de s'acquitter de ses obligations à court terme durant une période de difficulté. Le ratio de liquidité est mesuré comme le rapport de l'actif circulant sur les dettes à court terme (variable LIQ).

La maturité de l'endettement

Afin de rendre compte plus précisément de la maturité de l'endettement, nous avons retenu la part des dettes à court terme dans l'endettement financier (variable SDC ou structure de la dette court terme)¹². Cette mesure nous indique l'importance de l'exigibilité des dettes.

La participation du dirigeant au capital

Selon l'hypothèse de convergence des intérêts, plus le dirigeant est impliqué dans le capital, plus il sera amené à prendre les décisions qui permettront à la firme de recouvrer sa compétitivité et sa valeur (Jensen et Meckling 1976). Pour traduire cette participation des dirigeants au capital, nous avons pris en compte l'ensemble des actions détenues par l'équipe de direction (PDG et DG) (variable IMPLI ou implication des dirigeants au capital).

La concentration de l'actionnariat

La concentration du capital, comme nous l'avons déjà souligné, est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires (Shleifer et Vishny 1986 ; Bethel et Liebeskind 1993 ; Agrawal

¹¹ Sur les différentes façons de mesurer le levier le lecteur intéressé peut se reporter à Rajan et Zingales (1995) et, plus particulièrement, aux pages 1427 à 1433.

¹² Nous avons également mesuré la part de l'endettement obligataire dans l'endettement total afin de rendre compte de l'importance du recours au financement de marché. Nous avons calculé la part de l'endettement obligataire dans l'endettement financier de la façon suivante : (part de la dette bancaire dans la dette financière : 1 - (dettes obligataires/dettes financières). Nos résultats montrent que la part de l'endettement obligataire est marginale, de l'ordre de 3 à 4 %. C'est la raison pour laquelle nous excluons dans la suite de notre propos la référence à l'emprunt obligataire.

et Knoeber 1996). Pour traduire cette concentration de l'actionnariat, nous avons repris le pourcentage détenu par les trois principaux actionnaires (variable CONC ou concentration de l'actionnariat).

Les variables de contrôle

Nous avons retenu le pourcentage d'administrateurs externes (variable ADEXT)¹³ car il mesure l'intensité du contrôle du conseil d'administration. Notre choix repose sur l'argumentation de Fama (1980) qui précise que cet élément doit jouer favorablement sur la restauration des performances, plus particulièrement dans les sociétés managériales.

Outre les variables de contrôle déjà citées, nous avons repris la taille de l'entreprise en prenant le logarithme du total de l'actif (variable LNTA).

Enfin, pour rendre compte de l'importance des difficultés rencontrées par la firme, nous avons repris la variation de la performance boursière durant l'année de détresse (variable VARCB ou variation du cours boursier). L'ensemble de ces variables est repris dans le tableau 4.

Tableau 4 - Statistiques descriptives des éléments comptables et boursiers

Variable (année de calcul)	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum
SFC (N-1)	1,091	0,855	0,013	3
SFC (N)	1,178	0,995	0,000	3
LIQ (N-1)	1,445	1,352	0,508	3,502
LIQ (N)	1,486	1,472	0,168	3,052
SDC (N-1)	0,496	0,559	0,019	0,980
SDC (N)	0,526	0,536	0,004	0,995
IMPLI (N-1) (en %)	22,570	0,000	0,000	97,000
CONC (N-1) (en %)	66,021	70,580	0,000	100,000
ADEXT (N-1) (en %)	60,127	69,030	0,000	92,800

¹³ Nous retenons comme définition de l'administrateur externe celle de Maati (1998) qui précise qu'un administrateur est externe lorsqu'il ne siège pas au comité de direction. Cette définition diffère de celle de Charreaux (1997) pour qui un administrateur est externe s'il est à la fois non-dirigeant et qu'il ne représente pas des actionnaires significatifs.

LNTA (N-1)	11,664	11,298	9,116	16,449
LNCA ¹⁴ (N-1)	10,981	11,011	10,256	15,912
VARCB (variation en % entre N-1 et N)	-62,7	-60,1	-93,5	-50,2

Légende :

N = Année sur laquelle le cours coursier de la société a chuté de plus de 50 % soit les années 1995, 1996, 1997 et 1998. Par convention, l'année N est appelée année de détresse.

SFC (Dette financière en valeur comptable/Capitaux propres en valeur comptable). Des problèmes peuvent survenir avec l'utilisation de ce ratio en particulier lorsque les capitaux propres sont négatifs. Ainsi, lorsque nous avons pu observer ces cas, nous avons borné notre ratio à 3. Si l'on retire ces valeurs extrêmes : la moyenne et la médiane prennent respectivement comme valeur 0,469 et 0,442.

LIQ (en fait liquidité générale : Actif circulant/Dettes à court terme) – le ratio de liquidité représente la capacité de la société à s'acquitter de ses obligations à court terme durant une période de difficulté.

SDC (part de la dette long terme sur le total des dettes financières en valeur comptable).

IMPLI (Pourcentage de capital détenu par l'ensemble de l'équipe dirigeante).

CONC (Pourcentage de capital détenu par les 3 principaux actionnaires).

ADEXT (Pourcentage d'administrateurs externes).

LNTA (Log du Total de l'Actif).

LNCA (Log du Total du chiffre d'affaires).

VARCB (Variation du cours pendant l'année de détresse).

Plusieurs observations peuvent être faites sur les données boursières et de bilan.

La première tient dans l'évolution du levier pris comme le rapport des dettes financières sur le montant des capitaux propres. Ainsi, on observe que, durant l'année de détresse et corrélativement à la baisse de la capitalisation boursière, le levier augmente de 8 %. Un second point réside dans l'importance de la dette à court terme rapportée au total de la dette financière (SDC). Le ratio se situe en moyenne à 49,6 % en N-1 et passe à 52,6 % en N. Il y a donc une progression de 3 % en moyenne de la dette à court terme dans l'ensemble des dettes pendant l'année de détresse financière.

Concernant la structure de propriété, plusieurs constatations peuvent être faites. On constate une forte concentration de l'actionnariat puisque le pourcentage moyen détenu par les trois principaux actionnaires est de 66 %. Par ailleurs, on observe que le pourcentage détenu par l'équipe de direction a une distribution très dispersée et se situe en moyenne à 22,5 %. Enfin, le pourcentage d'administrateurs externes semble important puisqu'il se situe à 60,1 %.

¹⁴ Dans la suite de l'article nous avons repris comme variable de taille le log du total de l'actif (LNTA). Les calculs ont également été réalisés avec la variable LNCA. Cela ne modifie pas les résultats. C'est pourquoi ils n'ont pas été reportés.

2.1.3. Les mesures de restructuration opérationnelles et financières

Comme notre étude cherche à évaluer si les mesures de restructuration sont influencées par la structure financière et la structure d'actionnariat, il nous faut désormais présenter les mesures de restructuration opérationnelle et financière que nous avons retenues. Les mesures opérationnelles recouvrent principalement la réduction des coûts, les réductions d'effectifs et les désinvestissements alors que les mesures financières ont pour objectif la rééquilibrage de la structure financière (renégociation et consolidation de la dette plus particulièrement).

Les mesures opérationnelles

La réduction des coûts peut se traduire par la rationalisation des approvisionnements ou la renégociation des délais de paiement pour réduire le besoin en fonds de roulement. Bien évidemment, toutes ces mesures restent subordonnées à la situation de l'entreprise dans son environnement concurrentiel. Les entreprises en difficulté peuvent également entreprendre des réductions d'effectifs¹⁵ lorsque les conditions économiques se dégradent (Kang et Shivdasani 1997).

Le désinvestissement recouvre des réalités différentes. La littérature anglo-saxonne parle de « *sells-off* », de « *spins-off* », de « *splits-up* » ou de « *bought deals* ». Si l'on se place dans une logique financière, le désinvestissement est, le plus souvent, assimilé à une opération effectuée en réponse aux difficultés rencontrées par la firme. Si l'on se place dans une logique fonctionnelle stratégique, le désinvestissement traduit la volonté de recentrage et de désendettement de la firme (Duhaime et Grant 1984). Le désinvestissement tend donc à restaurer les marges de manœuvre financière de la firme.

Sa réussite dépend du moment de la cession¹⁶ et de la nature des actifs cédés. En définitive, le désinvestissement permet, pour les entreprises en difficulté, soit de disposer des fonds nécessaires au financement

¹⁵ La réduction d'effectifs recouvre plusieurs réalités différentes. Notre propos englobe la suppression d'emplois, sans distinguer la nature de ces suppressions (licenciements, plans de retraite...).

¹⁶ Heath et Zaima (1984) montrent que la situation de l'entreprise est un élément fondamental de la réussite du désinvestissement. Si le désinvestissement est assimilé par le marché à une vente précipitée, la négociation se fera au détriment du vendeur qui se trouve en situation de faiblesse, en revanche si le désinvestissement est perçu comme un moyen d'éviter la faillite de l'entreprise et d'améliorer la situation existante, alors ce dernier aura un impact positif sur la richesse des actionnaires comme le montrent Afshar et al. (1992).

de nouveaux projets d'investissement (Sicherman et Pettway 1992) soit d'obtenir des fonds meilleur marché que ceux disponibles sur le marché des financements (Lang et al. 1995) ou encore de dégager des liquidités leur permettant d'honorer leurs engagements.

Les mesures financières

Les mesures financières peuvent prendre plusieurs formes : la renégociation de la dette et/ou l'augmentation de capital et/ou la modification de la politique de dividendes.

S'il est dans l'intérêt collectif des banques de renégocier la dette (Sachs 1990), pour permettre à l'entreprise de faire face à ses obligations (LoPucki et Whitford 1990), il n'en demeure pas moins vrai qu'un accord collectif est toujours difficile à trouver car des conflits d'intérêts évidents existent entre les parties en présence. Malgré ces conflits, les dirigeants vont chercher à obtenir un accord avec les parties concernées. Ils ont, en effet, tout intérêt à ce que la firme poursuive son activité car ils investissent une grande proportion de leurs actifs, en particulier de leur capital humain, dans l'entreprise. Si les différentes parties prenantes ne peuvent s'accorder, l'entreprise incapable d'honorer ses engagements se verra alors déclarée en faillite.

L'augmentation de capital est un autre moyen de restructuration. Si elle revêt plusieurs formes, elle a pour objectif de procurer des fonds à l'entreprise pour lui permettre d'investir et/ou de retrouver une structure financière équilibrée.

Enfin, si la littérature a mis en évidence des modifications éventuelles de la politique de dividendes pour les firmes en difficulté (DeAngelo et DeAngelo 1990). Au sein d'une étude empirique (réalisée sur des entreprises cotées sur le NYSE pendant la période 1980-1985), ces auteurs constatent que les dirigeants d'entreprises en difficulté adoptent une politique conservatrice en matière de dividendes. Les dirigeants préfèrent maintenir un dividende stable et cela malgré la variance des résultats. Néanmoins, ils peuvent être amenés à les réduire si les résultats deviennent trop mauvais en vue d'investir ou de se désendetter.

Afin de mieux appréhender les mesures de restructuration engagées par les firmes, nous avons utilisé le journal *Les Échos* et les fiches Dafsa aux moyens desquels, sur la période 1995-2000, nous avons recensé les mesures de restructuration mises en œuvre ainsi que les déclarations de faillite, de fusions ou d'alliances. Ces éléments sont repris au sein du tableau 5. Ce dernier recense l'ensemble des mesures de res-

tructuration engagées par les entreprises de notre échantillon. Quant au tableau 6, il présente des éléments de comparaison entre nos résultats et ceux observés sur les marchés américain et japonais.

Tableau 5 - Mesures de restructuration engagées par 53 entreprises en difficulté¹⁷

Année	Nombre de firmes	Actions de restructuration année N		Actions de restructuration années N et N+1		Actions de restructuration années N, N+1 et N+2	
		Nombre	Fréquence %	Nombre	Fréquence %	Nombre	Fréquence %
Actions opérationnelles	53	27	50,9	32	60,4	38	71,7
Réduction de coûts	53	13	24,5	15	28,3	15	28,3
Licenciements	53	13	24,5	19	35,8	22	41,5
Désinvestissement	53	17	32,1	21	39,6	23	43,4
Actions financières	53	22	41,5	32	60,4	35	66,0
Dividendes (porte sur 29 firmes)	29	4	13,8	7	24,1	8	27,6
Renégociation de la dette	53	8	15,1	12	22,6	12	22,6
Augmentation de capital	53	7	13,2	11	20,8	11	20,8
Faillite	53	4	7,5	5	9,4	7	13,2
Autres	53	6	11,3	10	18,86	12	22,6
Fusion	53	4	7,5	6	11,3	7	13,2
Alliance	53	2	3,8	6	11,3	7	13,2

Légende : (N = Année de détresse. Les mesures de restructuration sont prises en compte sur 3 ans à compter de l'année de détresse. Concernant la baisse des dividendes, nous n'avons considéré que 29 firmes. En effet, nous n'avons tenu compte que des entreprises ayant distribué des dividendes de façon ininterrompue pendant une période de 5 ans précédant l'année de détresse. Par ailleurs la variation des dividendes est calculée entre N et N+1 et N et N+2).

¹⁷ Pour chacune des sociétés de l'échantillon, nous avons considéré qu'une entreprise engageait un programme de réduction de coûts ou désinvestissait lorsque cette information apparaissait dans la base des Échos ou de Dafsa-Pro. Une entreprise est considérée comme ayant licencié si cela est précisé dans les bases Dafsa-Pro et les Échos ou si elle a connu une amputation de ses effectifs de plus de 10 % sur l'année de détresse, ou de plus de 10 % sur les années suivantes. On a considéré qu'une entreprise renégociait sa dette lorsqu'elle annonçait une réduction dans le remboursement du capital et/ou des intérêts ou une transformation de sa créance en une participation au capital. Pour ce qui est des augmentations de capital, nous avons pris les augmentations de capital en numéraire annoncées au sein de l'Année Boursière et dans la presse (Les Échos). Enfin, la baisse des dividendes a été mesurée en reprenant, au sein de l'Année Boursière, la variation entre N et N+1 ainsi qu'entre N et N+2 du montant des dividendes distribués.

Tableau 6 - Comparaison des mesures de restructuration engagées par des firmes américaines, japonaises et françaises

Actions de restructuration prises pendant les années N et N+1	Japon (92 firmes sur 1986-1990)	États-Unis (114 firmes 1986-1990)	France (53 firmes 1995-1998)
Réduction des coûts	16 (15,2 %)	16 (14,4 %)	15 (28,3 %)
Licenciements	16 (17,4 %)	36 (31,6 %)	19 (35,8 %)
Désinvestissements	21 (22,8 %)	56 (49,1 %)	21 (39,6 %)
Renégociation de la dette	4 (4,3 %)	6 (5,3 %)	12 (22,6 %)
Faillite	0 (0 %)	1 (0,9 %)	5 (9,4 %)

Remarque : Il convient de noter que cette comparaison doit être faite en prenant en compte les critères utilisés pour qualifier la difficulté des entreprises. Pour J.K. Kang, A. Shivdasani (1997), qui comparent 92 firmes japonaises avec 114 firmes américaines, une firme est considérée en difficulté si à l'année t le rapport $\text{EBIT}^{18} / \text{Frais Financiers} > 1$ et si ces mêmes firmes connaissent en t+1 une baisse de 50 % (ou plus) de leur EBIT.

Le tableau 5 est riche d'enseignements. Premièrement, il ressort que les entreprises n'engagent pas qu'une seule mesure de restructuration mais plutôt un panel de mesures. Nos résultats rejoignent les travaux d'Ofek (1993) qui s'intéresse à la complémentarité des mesures engagées. Des mesures opérationnelles coexistent avec des mesures financières. Le second constat tient dans la rapidité avec laquelle ces mesures sont engagées. Les entreprises désinvestissent et engagent des programmes de réduction de personnel et/ou de licenciement (respectivement 32,1 % et 24,5 %) au cours de l'année de détresse¹⁹. Par ailleurs si l'on compare les actions financières et opérationnelles, nous pouvons observer une fréquence plus faible (66 % contre 71,7 % sur 3 ans à compter de l'année N), et un retard dans la mise en œuvre des actions financières sur les actions opérationnelles. Ce retard peut s'expliquer par la difficulté plus grande d'engager une renégociation de la dette ou une augmentation de capital et par la réticence des dirigeants à réduire les dividendes (politique conservatrice mise en évidence par De Angelo et De Angelo (1990)).

Les résultats du tableau 6, s'ils suggèrent des pistes de réflexion en matière de comparaison des pratiques de restructuration entre les firmes de trois pays correspondant aux trois principaux pôles économiques (États-Unis, Japon et Europe – cette dernière étant évaluée au travers du cas français), doivent néanmoins être pris avec précaution pour

¹⁸ EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*) = Résultat avant impôt et charges d'intérêts.

¹⁹ Néanmoins, force est de constater que les licenciements se poursuivent 2 ans après l'année de détresse (si 24,5 % des entreprises concernées ont licencié en N, ce nombre se situe à 41,5 % en N+2).

au moins trois raisons. Premièrement, les mesures de difficultés utilisées ne sont pas identiques dans les différentes études. Deuxièmement, la taille des échantillons n'est pas la même. Enfin, la comparaison ne prend pas en compte la structure de l'échantillon par industrie. En tenant compte de ces réserves, on observe que les firmes japonaises recourent moins aux licenciements que les firmes américaines ou françaises. Ce résultat peut s'expliquer à la lumière de l'argumentation de Aoki (1990) qui montre que dans leur décision de restructuration les partenaires concernés doivent tenir compte des droits de propriétés des salariés sur les actifs de la société : les salariés ont un droit au paiement intégral de leurs indemnités avant tout autre règlement des dettes de la société.

Si l'on considère les pratiques en matière de désinvestissement, les pratiques françaises se situent dans une position intermédiaire par rapport à celles des entreprises japonaises et américaines. La comparaison sur l'item renégociation de la dette est plus problématique. En effet Kang et Shivdasani (1997) considèrent cet élément comme réduction du paiement des intérêts et/ou du principal. Notre définition est différente puisqu'elle prend également en compte la transformation de la dette en action.

En définitive, on constate que les pratiques des entreprises françaises diffèrent quelque peu des pratiques américaines et japonaises. Le choix des entreprises françaises en difficulté semble se situer à mi-chemin, en ce qui concerne les mesures opérationnelles, entre le « modèle japonais » et le « modèle américain »²⁰.

2.2. Méthodologie

Comme nous cherchons à déterminer l'influence de la structure financière et de capital sur la nature et l'ampleur des mesures de restructuration, nous avons utilisé la régression logistique. Cette approche permet de tester l'influence des différentes variables explicatives sur les mesures de restructuration engagées par les firmes. La variable dépendante est égale à 1 lorsqu'on constate qu'une entreprise a engagé une (ou des) mesure(s) de restructuration et à 0 dans le cas contraire. L'utilisation de ce type de modèle est courante car elle permet

²⁰ Comme nous l'avons déjà signalé, nous devons rester prudents sur ces résultats qui peuvent être à l'avenir des pistes de recherche à explorer.

d'appliquer une approche de type régressive lorsque la variable dépendante est de type dichotomique.

Le modèle appliqué ici s'écrit :

$$MR = b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_n X_n + \varepsilon$$

avec :

MR, variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise a engagé une mesure de restructuration, 0 autrement

b_1, \dots, b_n les coefficients et X_1, \dots, X_n les variables explicatives.

Dans les modèles logistiques, le signe des coefficients permet de savoir si la probabilité pour une entreprise d'être en difficulté est une fonction croissante ou décroissante de la variable explicative correspondante (*ceteris paribus*). Lorsque le paramètre estimé est positif et significatif, la variable influe positivement sur la probabilité qu'une firme ait engagé telle ou telle mesure de restructuration. La « qualité » du modèle est donnée par le maximum de vraisemblance. Deux modèles ont été ici testés (équations 1 et 2).

Équation 1 :

$$MR = \alpha + b_1 SFC + b_2 LIQ + b_3 IMPLI + b_4 CONC + b_5 ADEXT + b_6 LNTA + b_7 VARCB + \varepsilon$$

Équation 2

$$MR = \alpha + b_1 SDC + b_2 LIQ + b_3 IMPLI + b_4 CONC + b_5 ADEXT + b_6 LNTA + b_7 VARCB + \varepsilon$$

Avec :

MR = Mesure de restructuration engagée

SFC = Levier = Dettes financières en valeur comptable/Fonds propres en valeur comptable (31/12/N-1)

SDC = Dettes financières à court terme en valeur comptable/Total des dettes financières en valeur comptable (31/12/N-1)

LIQ = Liquidité = Actif Circulant/Dettes à court terme en valeur comptable (31/12/N-1)

IMPLI = Pourcentage de capital détenu par l'équipe dirigeante (31/12/N-1)

CONC = Pourcentage de capital détenu par les trois principaux actionnaires (31/12/N-1)

ADEXT = Pourcentage de capital détenu par les administrateurs externes (31/12/N-1)

LNTA = Log (Total de l'actif) (31/12/N-1)

VARCB = Variation du cours boursier pendant l'année de détresse

(Les éléments entre parenthèses indiquent l'année du calcul)

Le premier modèle (équation 1) doit nous permettre d'apporter des éléments de réponse à nos première, deuxième, quatrième et cinquième hypothèses. Si, comme le souligne Jensen (1989), la dette influe positivement sur les mesures de restructuration, on devrait observer un coefficient b_1 positif. Par ailleurs, selon notre deuxième hypothèse, on devrait observer un coefficient b_2 négatif. De même, si la structure de l'actionnariat mesurée par l'implication du dirigeant au capital et par la concentration de l'actionnariat a une influence sur la mise en œuvre des mesures de restructuration, on devrait observer des coefficients b_3 et b_4 positifs. Le second modèle (équation 2) doit nous permettre d'apporter des éléments de réponse à notre troisième hypothèse. Si cette dernière est vérifiée, on devrait observer un coefficient b_1' positif. Enfin, nous avons réalisé une matrice de corrélation des variables explicatives. Les résultats (non reportés) ne font pas ressortir de corrélation significative entre les variables.

3. Résultats et commentaires

Cette dernière partie se propose de présenter les résultats de notre étude empirique. Notre analyse suivra le même plan que celui adopté dans la discussion théorique. Nous traiterons donc successivement de l'influence de l'endettement et de la composition du capital sur les mesures de restructuration.

3.1. Structure du capital et mesures de restructuration

3.1.1. *Le rôle de l'endettement dans la probabilité de survenance des mesures de restructuration*

Notre première hypothèse s'appuyait sur l'argumentation de Jensen (1989) et spécifiait que les mesures de restructuration (qu'elles soient opérationnelles ou financières) sont d'autant plus probables que la société en difficulté est fortement endettée. Les résultats de notre étude, présentés dans le tableau 7 ci-dessous, sont de nature à confirmer cette première hypothèse.

Tableau 7 - Résultats des régressions logistiques

Mesures de restructuration engagées			B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7
Équation 1		Constante	SFC	LIQ	IMPLI	CONC	ADEXT	LNTA	VARCB
Opérationnelles									
LR 15,882 (0,026)** R2 = 44,21 %	Coef. et si- gnif.	-0,333 (-1,001)	1,951 (3,708)***	-0,059 (-0,154)	-0,016 (-0,581)	0,016 (0,644)	0,015 (0,307)	0,610 (1,632)	0,605 (1,012)
Réduction Coût									
LR 17,589 (0,014)** R2 = 45,69 %	Coef. et si- gnif.	-3,572 (-3,327)***	1,244 (2,733)***	-0,025 (-1,727)*	-0,035 (-1,822)*	0,044 (3,103)***	0,033 (1,374)	1,053 (5,037)***	1,455 (0,634)
Licenciements									
LR 13,426 (0,062)* R2 = 34,87 %	Coef. et si- gnif.	-1,841 (-2,971)***	1,761 (2,749)***	-0,028 (-0,034)	-0,041 (-2,334)**	0,020 (1,221)	0,017 (0,556)	0,214 (0,260)	0,741 (0,247)
Désinvestissements									
LR 12,947 (0,078)* R2 = 25,58 %	Coef. et si- gnif.	-3,050 (-3,391)***	2,633 (4,545)***	-0,370 (-0,369)	-0,010 (-0,409)	0,014 (0,652)	-0,013 (-0,359)	0,397 (1,488)	1,482 (2,893)***
Financières									
LR 13,888 (0,053)* R2 = 10,58 %	Coef. et si- gnif.	-2,101 (-0,344)	3,004 (3,000)***	-1,648 (-2,801)***	-0,012 (-0,698)	0,002 (0,012)	0,017 (0,705)	0,192 (0,371)	-0,823 (-0,912)
Renégociation de la dette									
LR 12,737 (0,078)* R2 = 35,46 %	Coef. et si- gnif.	-1,392 (-0,628)	4,338 (4,695)***	-0,541 (-0,106)	-0,010 (-0,294)	-0,042 (-2,674)***	0,030 (1,145)	0,545 (1,643)	1,779 (0,922)
Augmentation de capital									
LR 11,206 (0,1290)NS R2 = 7,53 %	Coef. et si- gnif.	-1,049 (-0,204)	0,017 (0,964)	-0,028 (-0,042)	-0,018 (-1,018)	-0,001 (-0,964)	0,021 (0,791)	-0,252 (-0,486)	0,460 (0,923)
Dividendes									
LR 15,468 (0,030)** R2 = 26,44 %	Coef. et si- gnif.	-2,789 (-2,144)**	1,381 (3,579)***	-0,258 (-0,049)	-0,009 (-0,294)	0,029 (2,624)***	0,001 (0,965)	-0,042 (-0,896)	-1,145 (-0,239)
Equation 2		Constante	B'1	B'2	B'3	B'4	B'5	B'6	B'7
Opérationnelles									
LR 15,831 (0,026)** R2 = 30,20 %	Coef. et si- gnif.	-2,913 (-0,672)	2,541 (4,057)***	-0,045 (-0,140)	-0,013 (-0,552)	0,002 (0,008)	0,010 (0,180)	0,955 (2,155)**	1,217 (0,014)

Notes : ***, ** et * respectivement significatif à 1, 5 et 10 %

Afin de rendre plus dynamiques nos résultats, nous présentons l'ensemble de nos résultats sous forme de tableaux. Les régressions logistiques ont porté sur 29 firmes car nous avons retiré de notre calcul toutes les firmes dont l'exercice ne se terminait pas le 31/12.

Le R2 représente le pourcentage de la variance expliquée par le modèle.

LR (likelihood ratio) est le ratio de vraisemblance (distribution du χ^2). On reprend la valeur de ce ratio, la p value est entre parenthèses. En dessous de chaque valeur des coefficients, se trouve entre parenthèses le T statistique.

Toutes les régressions logistiques sont faites à partir des mesures de restructuration engagées en N et N+1 (avec N = année de la détresse).

Les régressions logistiques faites sur les mesures opérationnelles reprennent à la fois les licenciements, les réductions de coûts et les désinvestissements. Les régressions logistiques réalisées sur les mesures de restructuration financière tiennent compte des renégociations de la dette, de la baisse des dividendes et des augmentations de capital.

En réalité, l'endettement agit comme un aiguillon sur les restructurations engagées par les firmes. On peut effectivement penser qu'une firme fortement endettée, si elle retarde ses décisions de restructuration, tombe en faillite ce qui n'est guère souhaitable en raison des coûts supportés dans une telle situation.

Les résultats obtenus par les régressions logistiques montrent que les modèles proposés sont significatifs (au seuil de 10 % pour les licenciements, les mesures financières et les mesures de renégociation de la dette et, au seuil de 5 %, pour les mesures opérationnelles, de réduction de coûts et de dividendes). Plus précisément, on remarque que l'impact de l'endettement est très fortement positif (les résultats étant tous significatifs au seuil de 1 %). Néanmoins, si nos résultats suggèrent qu'un fort endettement entraîne la mise en œuvre de mesures de restructuration, nous ne pouvons pas conclure qu'il soit toujours positif d'avoir à prendre certaines mesures. Ainsi Pulvino (1998), en se basant sur l'argumentation de Shleifer et Vishny (1992), montre que les firmes les plus endettées et les moins liquides désinvestissent dans de mauvaises conditions. Étant en situation de faiblesse, elles sont obligées d'accorder de fortes ristournes qui rendent l'opération sous optimale. Si les entreprises se résignent à ces opérations, c'est en raison de la nécessité d'honorer leurs engagements. Dans le même ordre d'idées Chevalier (1995) montre que l'endettement résultant d'un LBO peut contraindre l'entreprise à modifier sa politique de prix pour faire face à ses échéances à venir. Cette situation est source de menaces car les concurrents (le plus souvent moins endettés) peuvent alors s'engager dans une politique de guerre des prix afin de gagner des parts de marché. Dans ce cadre, l'endettement conduit à une fragilisation de la firme.

Il convient également de constater que la liquidité a tendance à réduire la mise en œuvre de mesures de restructuration (coefficient de $-0,025$ – significatif au seuil de 10 % – pour les mesures de réduction de coût et coefficient de $-1,648$ – significatif au seuil de 1 % – pour les mesures financières). Ainsi la capacité que l'entreprise a de s'acquitter de ses obligations à court terme constitue un facteur « amortisseur » de la crise qu'elle subit. Ce résultat corrobore notre deuxième hypothèse.

En revanche, nos résultats ne permettent pas de conclure sur l'influence que peut avoir la taille de la firme sur les mesures engagées à l'exception des réductions de coûts où le coefficient obtenu (1,053) est significatif au seuil de 1 %. Cela laisse penser que, dans les firmes

de grande taille, les possibilités d'amélioration de la productivité sont plus nombreuses. On ne peut dégager de conclusions claires concernant nos deux autres variables de contrôle, à savoir le pourcentage d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration et la contre performance boursière des firmes considérées. Pour ce qui est des administrateurs externes, on observe le plus souvent un coefficient positif (à l'exception des désinvestissements pour lesquels le coefficient est négatif bien que non significatif). Cela laisse à penser que les administrateurs externes influent positivement sur les mesures de restructuration. Néanmoins, les résultats ne sont pas significatifs. Pour ce qui est de la contre performance (variable VARCB), on observe, dans presque tous les cas, à l'exception des mesures financières et des dividendes, que l'ampleur de la détresse influe positivement sur la mise en place de mesures de restructuration. Le coefficient est d'ailleurs positif et significatif (1,482 au seuil de 1 %) pour ce qui concerne les désinvestissements. Ce résultat corrobore les résultats de l'étude d'Ofek (1993) réalisée sur le marché américain sur la période 1983-1987.

Toutefois, ce résultat soulève une question d'importance. Il suggère que la mise en œuvre de mesures de restructuration n'est pas conditionnée par l'ampleur de la destruction de valeur mais plutôt par la détresse financière.

Plusieurs explications peuvent être proposées.

La première tient à notre mesure de la difficulté. Nous avons choisi des entreprises dont la rentabilité boursière était très fortement dégradée (baisse de 50 %) pour permettre une comparaison avec l'étude faite par Ofek (1993). Dès lors, on peut considérer que face à une telle destruction de valeur, des mesures doivent être prises si l'on veut éviter la faillite.

Deuxièmement, si la baisse de la rentabilité boursière est la traduction de difficultés présentes et à venir, on peut considérer que bien plus que la chute du cours boursier, ce sont les causes de la difficulté qui expliquent le choix de telle ou telle mesure de restructuration. Malheureusement, nous ne disposons pas de cette information dans notre base.

Troisièmement, la relation observée peut s'expliquer à la lumière de l'argumentation de Hanka (1998). Si l'on considère que la destruction de valeur est la résultante d'une situation de difficulté financière, alors il est plus juste de penser que les mesures de restructuration sont un élément de la vie normale des affaires et s'expliquent ici par un endet-

tement trop important. L'ensemble de ces éléments sont autant de sources de futures pistes de recherche.

3.1.2. L'influence de la maturité de l'endettement sur les mesures opérationnelles

Notre troisième hypothèse porte sur le rôle de la maturité de la dette dans les mesures de restructuration. Notre seconde équation se propose d'apporter des éléments de réponse à cette question. Il s'avère que plus la dette est à court terme, plus cela agit positivement et significativement (2,541 au seuil de 1 %) sur la décision d'entreprendre des mesures opérationnelles. Ce résultat confirme notre hypothèse de travail à savoir que plus la dette à court terme est importante, plus les efforts de restructuration seront importants. Dans le cas contraire, l'entreprise risque de se trouver, toutes choses égales par ailleurs, dans une impasse financière.

3.2. Structure de l'actionariat et mesures de restructuration

Outre la structure financière, la structure du capital peut également être un élément influençant les mesures de restructuration engagées par les entreprises. Deux vecteurs peuvent être considérés : l'implication des dirigeants au travers de leur participation au capital et la concentration de l'actionariat.

3.2.1. Implication du dirigeant et mesures de restructuration

Selon l'hypothèse d'alignement des intérêts de Jensen et Meckling (1976), on devrait observer une corrélation positive entre les mesures de restructuration, engagées par les entreprises en difficulté, susceptible de restaurer la compétitivité de la firme et son efficacité. Les résultats vont à l'encontre de notre quatrième hypothèse. Plus précisément, on observe une corrélation négative et significative pour les mesures de réductions de coût et les licenciements (les valeurs étant respectivement de -0,035 et -0,041, résultats respectivement significatifs à 10 % et 5 %). Ce résultat suggère, à l'instar de Shleifer et Vishny (1989) que le pourcentage détenu par les dirigeants traduit plutôt la volonté de leur enracinement, volonté guidée par le souci de se soustraire à la discipline des actionnaires.

3.2.2. Concentration de l'actionnariat et mesures de restructuration

Les équations 1 et 2 nous permettent de répondre à notre cinquième hypothèse. On observe, à l'instar de Bethel et Libeskind (1993), que la concentration de l'actionnariat (variable CONC) semble favoriser les mesures de réduction de coûts et de réduction de dividendes (coefficients de 0,044 et de 0,029 significatifs à 1 %). À l'inverse, la concentration de l'actionnariat influe négativement et significativement sur les mesures financières (-0,042 au seuil de 1 %) lorsqu'on considère la renégociation de la dette. Ce résultat infirme notre cinquième hypothèse et remet en question le fait que la concentration du capital soit un élément favorable au contrôle efficace de la firme par les actionnaires.

Le dernier tableau reprend de façon synthétique les résultats de notre étude.

Tableau 8 - Récapitulatif des résultats de l'étude empirique

Hypothèses	Résultats observés sur des entreprises françaises en difficulté durant la période 1995-1998
H1 : L'endettement, et plus spécialement son excès, est un élément qui favorise les mesures de restructuration opérationnelle et financière.	Non rejeté
H2 : Toutes choses égales par ailleurs, la liquidité de l'actif est un élément qui influe négativement sur les mesures de restructuration.	Non rejeté
H3 : Plus la dette à court terme, rapportée à l'ensemble de l'endettement financier, est importante, plus les efforts de restructuration seront importants car sinon l'entreprise risque de se trouver, toutes choses égales par ailleurs, dans une impasse financière.	Non rejeté pour les mesures opérationnelles
H4 : Plus les dirigeants ont une part importante au capital, plus ils vont engager des mesures tant opérationnelles que financières capables de restaurer la performance de la firme.	Non vérifié
H5 : Plus l'actionnariat est concentré, plus les actionnaires vont favoriser les mesures de restructurations.	Non rejeté pour la réduction des coûts et la réduction des dividendes Infirmé pour la renégociation de la dette

Conclusion

L'objectif de ce travail empirique réalisé sur le cas français était de mieux comprendre les mesures de restructuration engagées par les entreprises en difficulté au regard de leur structure du capital. Sur un échantillon de 53 firmes, durant la période 1995-1998, les résultats obtenus suggèrent que les pratiques de restructuration des entreprises françaises se rapprochent en termes de licenciements des entreprises américaines alors qu'en revanche leurs pratiques semblent se situer à un niveau intermédiaire entre les pratiques des firmes japonaises et américaines (Kang et Shivdasani 1997). Par ailleurs, nos résultats suggèrent que l'essentiel de ces mesures ont été prises sur un horizon de deux ans à compter de l'année de difficulté, ce qui indique une certaine réactivité des entreprises françaises. Néanmoins, les mesures de restructuration engagées par les entreprises peuvent être sous-optimales car, face à l'obligation d'honorer leurs engagements, les entreprises en difficulté ne sont pas en mesure de négocier au mieux avec leurs partenaires économiques et financiers.

Sur un sous échantillon de 29 firmes, les régressions logistiques mettent en évidence l'influence positive de l'endettement et plus encore de l'endettement à court terme sur les mesures de restructuration. Plus précisément, l'endettement influe positivement et significativement sur les mesures opérationnelles et financières (coefficients de 1,95 et 3 significatifs au seuil de 1 %). Quant à l'endettement à court terme, son rôle est encore plus marqué pour les mesures opérationnelles (coefficient de 2,54 significatif au seuil de 1 %). Cependant, ce rôle de l'endettement doit être relativisé au regard de la liquidité de l'actif. En effet, la liquidité de l'actif influe négativement sur la mise en œuvre des mesures de restructuration. En définitive, la capacité de l'entreprise à pouvoir honorer ses obligations à court terme est un facteur d'amortissement de la crise à laquelle elle fait face.

Le rôle de la structure d'actionnariat apparaît plus brouillé. Nos résultats infirment l'influence positive de la participation des dirigeants au capital (les coefficients sont négatifs et significatifs respectivement aux seuils de 10 % et 5 % pour les réductions de coûts et les licenciements). En revanche, on note une influence positive et significative (coefficient de 0,04 significatif au seuil de 1 %) de la concentration de l'actionnariat sur les mesures de réductions de coûts. Ce résultat peut s'expliquer en partie par le choix de nos indicateurs. Nous avons repris

au sein des bases de données existantes les pourcentages détenus par les principaux actionnaires (et par l'ensemble de l'équipe dirigeante) or, ce pourcentage peut être sensiblement différent de celui des droits de vote. Cet élément peut venir fausser les résultats de notre étude.

Enfin, nos résultats ne permettent pas de trancher de façon définitive sur l'influence de la taille sur les mesures de restructuration engagées par les firmes. On observe une relation positive (coefficient de 1,053) et significative à 1 % concernant les mesures de réductions de coût. Ce résultat semble suggérer que les possibilités d'amélioration de la productivité sont plus nombreuses dans les entreprises de grande taille. Néanmoins, ce résultat doit être pris avec prudence et nécessiterait d'être confirmé au sein d'autres travaux.

Ce travail laisse en suspens un certain nombre d'interrogations en particulier quant aux raisons du choix de telle ou telle mesure de restructuration et quant à l'impact de ces mesures sur la performance et le processus de création de valeur.

Bibliographie

- Afshar K.A., Taffler R.J. et Sudarsanam P.S. (1992), « The Effect of Corporate Divestments on Shareholder Wealth : The U.K Experience », *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, p. 115-135.
- Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, p. 377-397.
- Aoki M. (1990), « Towards an Economic Model of the Japanese Firm », *Journal of Economic Literature*, vol. 28, p. 1-27.
- Bethel J.E. et Liebeskind J. (1993), « The effects of Ownership and Corporate Restructuring », *Strategic Management Journal*, vol. 14, Summer, p. 15-31.
- Brown D.T., James C.M. et Mooradian R.M. (1994), « Asset Sales by Financially Distressed Firms », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, p. 233-257
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et Faits*, Economica.
- Chevalier J.A. (1995), « Do LBO Supermarkets Charge More ? An Empirical Analysis of the Effects of LBOs on Supermarket Pricing », *Journal of Finance*, vol. 37, p. 1095-1112.

- Cole R.A. et Mehran H. (1998), « The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance : Evidence from the Thrift Industry », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, n° 3, p. 291-317.
- Deangelo H. et Deangelo L. (1990), « Dividend Policy and Financial Distress : An Empirical Investigation of Troubled Nyse Firms », *Journal of Finance*, vol. 45, n° 5, p. 1415-1431.
- Demsetz. H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 375-390.
- Denis D.J. et Denis D.K. (1995), « Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalization », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 129-157.
- Diamond D.W. (1991), « Monitoring and Reputation : The Choice Between Banks Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, n° 4, p. 689-721.
- Duhaime J.M. et Grant J.H. (1984), « Factors Influencing Divestment Decision-Making : Evidence From a Field Study », *Strategic Management Journal*, vol. 5, p. 301-318.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, April, p. 288-307.
- Fama E.F. (1985), « What's Different about Banks ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, p. 5-29.
- Flannery M.J. (1986), « Asymmetric Information and the Risky Debt Maturity Choice », *Journal of Finance*, vol. 41, n°1, p. 19-37.
- Gilson S.C. (1989), « Management Turnover and Financial Distress », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 241-262.
- Gilson S.C. (1990), « Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control when Firms Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 355-387.
- Gilson S.C., John K. et Lang L. (1990), « Troubled Debt Restructurings : An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 315-354.
- Ginglinger E. (1984), *Augmentations de capital en numéraire et financement des sociétés cotées durant la période 1969-1982*, Thèse de troisième cycle, Université Paris Dauphine.
- Hanka G., (1998) « Debt And The Terms of Employment », *Journal of Financial Economics*, vol. 48, p. 245-282.
- Harris M. et Raviv A. (1990), « Capital Structure and the Informational Role of Debt », *Journal of Finance*, vol. 45, p. 297-356.
- Hearth D. et Zaima J.F. (1984), « Voluntary Corporate Divestiture and

- Value », *Financial Management*, Summer, vol. 13, p. 10-16.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M.C. (1989), « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, p. 35-44.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- John K., Lang L. et Netter J. (1992), « Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline », *Journal of Finance*, vol. 47, p. 891-917.
- Kang J.K. et Shivdasani A. (1997), « Corporate Restructuring during the Performance Declines in Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 46, p. 29-65.
- Lang L., Poulsen A. et Stulz R., (1995), « Assets Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 3-37.
- Levasseur M. et Quintart A. (2000), « La capacité d'endettement », *Banque et Marchés*, n° 45, p. 5-20.
- Lo Pucki L. et Whitford W.C. (1990), « Bargaining over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies », University of Pennsylvania Law Review, Working Paper.
- Maati J. (1998), « Le conseil d'administration : outil de contrôle et d'ordonnancement social des firmes en France », Présentation au colloque de l'AFFI, p. 1-24.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.
- Ofek E. (1993), « Capital Structure and Firm Response to Poor Performance. An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, p. 3-30.
- Pulvino T.C. (1998), « Do Asset Fire Sales Exist ? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 3, p. 939-978.
- Rajan R.G. et Zingales L. (1995), « What do we Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50 p. 1421-1460.
- Sachs J. (1990), « A Strategy for Efficient Debt Reduction », *Journal*

of Economic Perspectives, vol. 4, n° 1, p. 19-29.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-479.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Managerial Entrenchment : The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1992), « Liquidation Values and Debt Capacity : A Market Equilibrium Approach », *Journal of Finance*, vol. 47, p. 1343-1366.

Sicherman N.W. et Pettway R.H. (1992), « Wealth Effects for Buyers and Sellers of the Same Divested Assets », *Financial Management*, p. 119-128.

Stulz R.M. (1990), « Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 3-27.

Wruck K.H. (1990), « Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 419-444.