

**La recherche en matière de faillite d'entreprise :
un état de sa situation et de ses perspectives d'avenir**

Auteurs

Van Caillie, Didier, Université de Liège (Personne de contact : D.VanCaillie@ulg.ac.be)

Dighaye, Andrée, Université de Liège (Belgique) (E-Mail : A.Dighaye@ulg.ac.be)

Boulevard du Rectorat, 7 - B 31 - Bte 53 - 4000 Liège (Belgique)

Tél. : (00) (32) 4 366 31 04 - Fax : (00) (32) 4 366 28 21

Résumé

La recherche en matière de faillite d'entreprise s'est développée depuis le tout début du XX^{ème} siècle déjà, à la frontière de la recherche en finance d'entreprise, en stratégie et en statistique. Riche de plusieurs centaines d'articles publiés et de milliers de contributions non publiées, cette recherche, fondamentalement transdisciplinaire :

- s'est focalisée d'abord sur l'identification d'indicateurs financiers susceptibles de prédire, avec plus ou moins d'acuité, la prochaine faillite d'une entreprise,
- puis a cherché à mettre en évidence non seulement les symptômes annonciateurs d'une prochaine défaillance, mais surtout les causes opérationnelles ou stratégiques réelles de cette défaillance,
- et enfin tente à présent de mettre en évidence des trajectoires-types de défaillance, dont la connaissance de la dynamique permettrait enfin de mettre réellement et efficacement en place des stratégies actives de prévention des faillites.

La présente contribution dresse dès lors un panorama structuré et critique de l'état de la recherche menée (tant dans les contextes anglo-saxons que francophones) en matière de faillite d'entreprise, montre comment cette recherche est passée progressivement d'une optique de prédiction statique du risque de faillite empreinte du sceau d'une saine gestion du risque de crédit à une optique plus dynamique de prévention de la défaillance d'entreprise empreinte de la volonté de gérer activement l'évolution stratégique de la vie de l'entreprise (passant ainsi d'une volonté d'identifier des symptômes précurseurs de faillite au souci d'isoler les véritables causes de la défaillance et à la volonté de comprendre la dynamique à la base d'une éventuelle « trajectoire de défaillance »), propose une typologie des multiples causes de faillite identifiées dans la littérature permettant de souligner que l'origine profonde de la défaillance est souvent à trouver dans la faillite du système de gestion stratégique de l'entreprise et met enfin en évidence des pistes de développement futures permettant de combler, à tout le moins partiellement, les lacunes ou zones d'ombre encore laissées par la recherche existante, extrêmement marquée par les facteurs contingents pesant sur les multiples chercheurs qui se sont attaqués à cette problématique.

Mots-clés

Faillite - Prédiction des faillites - Prévention des faillites - Défaillance d'entreprise -
Trajectoire de faillite - Causes de faillite - Stratégies de prévention

La recherche en matière de faillite d'entreprise :
un état de sa situation et de ses perspectives d'avenir

1. Introduction

La recherche en matière de faillite d'entreprise s'est développée depuis le tout début du XX^{ème} siècle déjà, à la frontière de la recherche en finance d'entreprise, en stratégie et en statistique. Riche de plusieurs centaines d'articles publiés et de milliers de contributions non publiées, cette recherche, fondamentalement transdisciplinaire :

- s'est focalisée d'abord sur l'identification d'indicateurs financiers susceptibles de prédire, avec plus ou moins d'acuité, la prochaine faillite d'une entreprise,
- puis a cherché à mettre en évidence non seulement les symptômes annonciateurs d'une prochaine défaillance, mais surtout les causes opérationnelles ou stratégiques réelles de cette défaillance,
- et enfin tente à présent de mettre en évidence des trajectoires-types de défaillance, dont la connaissance de la dynamique permettrait enfin de mettre réellement et efficacement en place des stratégies actives de prévention des faillites.

La présente contribution :

- dresse dès lors un panorama structuré et critique de l'état de la recherche menée (tant dans les contextes anglo-saxons que francophones) en matière de faillite d'entreprise,
- montre comment cette recherche est passée progressivement d'une optique de prédiction statique du risque de faillite empreinte du sceau d'une saine gestion du risque de crédit à une optique plus dynamique de prévention de la défaillance d'entreprise empreinte de la volonté de gérer activement l'évolution stratégique de la vie de l'entreprise (passant ainsi d'une volonté d'identifier des symptômes précurseurs de faillite au souci d'isoler les véritables causes de la défaillance et à la volonté de comprendre la dynamique à la base d'une éventuelle « trajectoire de défaillance »),
- propose une typologie des multiples causes de faillite identifiées dans la littérature permettant de souligner que l'origine profonde de la défaillance est souvent à trouver dans la faillite du système de gestion stratégique de l'entreprise,

- et met enfin en évidence des pistes de développement futures permettant de combler, à tout le moins partiellement, les lacunes ou zones d'ombre encore laissées par la recherche existante, extrêmement marquée par les facteurs contingents pesant sur les multiples chercheurs qui se sont attaqués à cette problématique.

2. La recherche en matière de faillite d'entreprise : une relecture critique

L'importance économique et sociale du phénomène de la faillite d'entreprise est reconnue depuis fort longtemps, tant dans le monde anglo-saxon que dans le monde francophone, comme en atteste par exemple l'étude historique menée par Marco (1984).

Cette importance, qui se matérialise depuis le début du XX^{ème} siècle et les travaux de Rosendale (1908) par la publication de plusieurs centaines d'articles scientifiques et la réalisation de contributions ou de recherches non publiées encore plus nombreuses (Altman, 1984) (Daubie & Meskens, 2001) (Guilhot, 2000) (Morris, 1997), s'explique fondamentalement par deux éléments distincts :

- D'une part, la faillite d'une entreprise signifie non seulement l'arrêt des activités économiques d'un ensemble de ressources humaines, techniques, immatérielles et financières, rassemblées, agencées et coordonnées pendant une période de temps plus ou moins longue pour permettre à l'organisation qui en découle de remplir une fonction de conception, de production et de distribution de biens et services destinés à un ou des marchés particuliers (rôle économique de l'entité « entreprise » créatrice de valeur économique), mais elle signifie aussi la fin d'une aventure entrepreneuriale dans laquelle, généralement, un ou plusieurs entrepreneurs ont fortement investi leur pouvoir d'innovation, d'imagination et d'organisation de ressources rares (rôle entrepreneurial de l'entité « entreprise ») et sans laquelle, dans une vision schumpéterienne du rôle de l'entrepreneur, il est impossible à une économie d'espérer survivre et se régénérer. De ce fait, la faillite d'une entreprise engendre inévitablement un gaspillage de ressources (utilisées de manière non efficiente avant la déclaration juridique de faillite, voire non utilisées du tout après cette déclaration) et consacre une réduction, ne fut-ce que marginale, du pouvoir d'innovation de l'économie en général.
- D'autre part, l'entreprise peut être assimilée, dans une conception désormais classique, à un système ouvert, ensemble coordonné et organisé de parties interdépendantes actif au sein d'un environnement en constante évolution avec lequel il interagit de manière permanente : elle vit de ce fait en étroite relation avec les

principales composantes de cet environnement (fournisseurs, clients, concurrents, Pouvoirs Publics, fournisseurs de capitaux et de main d'oeuvre) et la rupture de cette relation du fait de la faillite engendre dès lors inévitablement des conséquences indirectes sur le potentiel de création de valeur de ces composantes respectives, conséquences d'autant plus importantes que l'intensité de cette relation est forte ¹.

L'impact économique, social et humain qui découle, directement ou indirectement, de la faillite d'une entreprise justifie donc largement l'intérêt que nombre de chercheurs ont porté à la problématique générale de la faillite dans le domaine global des sciences de gestion et dans les domaines particuliers de la finance, de la stratégie ou de l'économie industrielle au cours des dernières décennies.

A l'analyse, il apparaît que quatre catégories de chercheurs, devenus de facto observateurs et analystes du phénomène de la faillite, ont consacré une part, substantielle ou marginale, de leur attention à la défaillance de l'entreprise :

- D'abord, il y a les chercheurs issus du monde de la finance de marché ou qui ont fait leurs les paradigmes propres à la finance de marché : l'entreprise y est alors considérée comme un actif financier, dans lequel il est possible d'investir ou qui adresse au marché une demande de crédit et dont il faut optimiser le couple {risque – rendement} qui lui est associé ; dans cette perspective, l'accent est alors mis essentiellement sur la gestion du risque de crédit associé à cette entreprise (à savoir donc le risque de n'être tenu indemne que d'une partie seulement de la créance détenue sur l'entreprise) et les outils et méthodes déployés visent essentiellement à mettre en évidence, aussi tôt que possible, des signaux (essentiellement d'origine comptable et/ou financière) annonciateurs d'une défaillance potentielle : l'optique « gestion du risque de crédit » domine clairement ce courant de la recherche, qui génère encore actuellement la majorité du flux de recherches publiées dans le domaine de l'étude des faillites.
- Ensuite, il y a les chercheurs actifs dans des domaines de recherche au caractère quantitatif marqué : chercheurs dans les champs de la statistique, de l'analyse des données, de la recherche opérationnelle ou de l'analyse mathématique, ils trouvent dans l'étude prédictive des faillites un domaine d'application propice à l'élaboration et à la validation d'applications statistiques propres ou au test d'outils statistiques ou mathématiques particuliers. L'ampleur et la qualité de données (notamment

comptables) disponibles relativement aisément, à moindre coût et traitables selon un référentiel largement accepté (largement inspiré du champ de l'analyse financière ou de l'analyse de bilans) explique la présence d'un grand nombre de recherches, publiées et plus encore non publiées, privilégiant l'application d'une technique ou d'un outil statistique particulier (et sa capacité à prédire effectivement correctement, avec un délai plus ou moins long, des faillites inévitablement passées) à l'étude proprement dite des causes ou des mécanismes ayant conduit une entreprise à la faillite ². De ce fait, la dimension « gestion du risque de crédit » domine également ce courant de recherche.

- Les chercheurs issus du monde du droit ou des milieux juridiques au sens large (curateurs, juges consulaires, ...) ont également fourni un nombre considérable d'études, forcément dominées par la dimension juridique, généralement focalisées autour du concept juridique même de faillite et autour des conditions légales de faillite à remplir (à savoir, d'une manière quasi unanimement reconnue dans le monde anglo-saxon et francophone, l'absence de liquidité de l'entreprise et l'ébranlement de son crédit et donc de sa solvabilité) pour voir une entreprise déclarée en situation de faillite légale. Dans la foulée, nombre de contributions ont cherché à mettre en évidence, parfois a contrario, les conditions à remplir pour permettre un redressement de l'entreprise respectueux à la fois du respect des droits de tous ses créanciers et des intérêts, multiples et souvent divergents, des autres acteurs de son environnement (essentiellement son personnel, mais aussi ses clients, ses partenaires commerciaux ou industriels et les Pouvoirs Publics au sens large). De ce fait, la dimension « gestion du risque juridique » et, plus encore, les dimensions « redressement de l'entreprise » et « prévention de la défaillance » dominent ce courant de recherche.
- Enfin, des chercheurs issus du champ de la stratégie d'entreprise, de la théorie des organisations et de la finance d'entreprise ont porté leur attention sur les motivations et les causes, stratégiques, opérationnelles ou organisationnelles, à l'origine même de la défaillance, mettant alors souvent l'accent sur la dynamique et l'agencement de ces causes profondes et entrouvrant la voie à l'identification de « trajectoires de défaillance » types, jalonnées d'étapes au travers desquelles les entreprises en difficulté passeraient et susceptibles d'actions correctrices spécifiques permettant in fine de prévenir et d'empêcher la défaillance ultime de l'entreprise. De ce fait, les

dimensions « redressement de l'entreprise » et « prévention de la défaillance » dominant elles aussi ce courant de la recherche ³.

Deux approches différentes du concept même de faillite émergent donc implicitement de ces quatre courants de recherche :

- D'une part, nous trouvons les auteurs qui définissent le concept de « faillite » sur base de sa définition légale, faisant de l'apparition conjointe des deux éléments pris en compte par la plupart des législateurs nationaux pour définir la faillite légale d'une entreprise (à savoir son absence de liquidité et l'ébranlement de son crédit) la condition qui permet de distinguer les entreprises faillies des entreprises non faillies ; Ainsi, Beaver (1966), dans un article considéré comme à la source même du flux élevé de recherches consacrées à la prédiction des faillites au cours des 3 dernières décennies, définit la faillite comme résultant de l'incapacité d'une entreprise à faire face à ses engagements financiers une fois ceux-ci arrivés à maturité ; plus prosaïquement, de nombreux autres auteurs considèrent que la faillite survient simplement lorsque l'entreprise introduit auprès des juridictions compétentes le document légal nécessaire soit à leur liquidation, soit à leur réorganisation (Collongues, 1977; Taffler, 1982; Bryant, 1997; Gilbert, Menon et Schwartz, 1990). La faillite de l'entreprise est alors définie sur base de sa conformité, à un instant donné, avec les critères légaux retenus par les différents législateurs pour déterminer l'existence ou non d'une situation de « faillite légale » d'une entreprise.
- D'autre part, nous trouvons les auteurs qui considèrent l'état de faillite d'une entreprise comme résultant d'un processus progressif de défaillance économique (Argenti, 1977) (Koenig, 1985) (Ooghe, Van Wymeersch, 1996), plus ou moins long selon les cas et caractérisé par le fait que, durant tout son déroulement, l'entreprise (alors appelée « entreprise en cours ou en voie de défaillance ») se voit dans l'incapacité de rencontrer de manière régulière les exigences (en termes de création de valeur, de rentabilité, de service de la dette, ...) formulées à son encontre par les divers acteurs de son environnement. La faillite de l'entreprise ne constitue de ce fait que l'aboutissement ultime d'un processus de défaillance progressif (parfois aussi référencé sous le terme « spirale de la faillite ou de la défaillance ») dont il est possible de sortir moyennant la prise de mesures de gestion correctrices judicieuses et elle constitue de ce fait que le point ultime d'un processus de défaillance économique.

Ces deux approches différentes du concept de faillite expliquent dès lors quasi naturellement les deux angles d'études traditionnellement présents dans la littérature et permettent d'expliquer les raisons pour lesquelles des recherches sont consacrées à la prédiction des faillites et d'autres à leur prévention :

- Les recherches consacrées à la prédiction des faillites reposent très largement sur une définition purement légale du concept de faillite et elles visent à identifier, sur base d'un certain nombre de données (essentiellement de nature comptable ou financière), des signaux dont l'apparition est l'indice d'une probable prochaine défaillance. Basées sur l'analyse comparée d'échantillons d'entreprises faillies et non faillies, ces recherches se fondent dès lors logiquement sur l'examen ex post d'un certain nombre de données et mettent l'accent sur l'identification des symptômes de faillite, qui sont les facteurs les plus apparents des difficultés d'une entreprise (au lieu d'en rechercher les causes, les véritables raisons qui provoquent l'apparition des problèmes qui mènent à la faillite) : Morris (1997) souligne ainsi que les modèles tendent à identifier le plus petit commun dénominateur qui lie des entreprises faillies (tels que de faibles niveaux de profit, un haut degré d'endettement ou la taille relativement peu élevée de la plupart des entreprises faillies), se focalisant ainsi sur les symptômes plutôt que sur les véritables causes sous-jacentes de la défaillance.
- Les recherches consacrées à la prévention des défaillances s'attachent par contre à mettre en évidence les causes profondes de la faillite, à savoir les véritables raisons de l'échec d'une entreprise (Daubie, Meskens, 2001) qui permettront, si les facteurs qui conditionnent leur apparition sont détectés suffisamment tôt et si leur dynamique est comprise et maîtrisée, de mener à des mesures correctrices efficaces permettant cette fois d'empêcher la faillite.

La prise en compte de l'optique prédictive ou préventive adoptée par les différents chercheurs en la matière et l'examen de la nature des analyses menées par ces chercheurs conduit ainsi Guilhot (2000) à considérer que quatre approches de la défaillance d'entreprise coexistent actuellement :

- Les approches économiques, qui s'attachent à l'étude des facteurs économiques qui affectent l'existence de l'entreprise, avec un accent mis notamment sur le phénomène des crises (inspirées de la « théorie des catastrophes ou du chaos », ces recherches considèrent que la faillite d'une entreprise n'est jamais que le résultat d'un événement

imprévisible ou impromptu dont les effets conduisent à la disparition de l'entreprise en raison de l'état déjà déstabilisé du système « entreprise ») et des cycles (la nature du cycle conjoncturel ou structurel dans lequel l'entreprise est amenée à évoluer détermine alors sa capacité à réagir, plus ou moins efficacement, aux évolutions brutales de son environnement).

- Les approches financières, qui examinent les facteurs à l'origine de la disparition de l'entreprise et formulent l'hypothèse implicite que les causes d'une faillite potentielle se trouvent inévitablement reflétées, dans un délai plus ou moins long, dans ses états financiers : une interprétation correcte de ces derniers permet alors soit de détecter le risque de faillite, soit d'identifier des signaux caractéristiques d'une évolution à l'intérieur d'une spirale de défaillance.
- Les approches stratégiques, qui s'attachent à l'analyse des facteurs qui permettent de situer l'entreprise par rapport à son environnement, avec un accent particulier placé sur l'analyse de l'environnement de la firme (et notamment l'analyse de son secteur) et sur l'analyse concurrentielle.
- Les approches organisationnelles et managériales, focalisées sur une vision entrepreneuriale de l'entreprise et qui mettent quant à elles l'accent sur le rôle du management ou de l'entrepreneur par rapport à la faillite d'une entreprise, en considérant surtout les caractéristiques personnelles du chef d'entreprise, sa personnalité, ses compétences et son expérience.

In fine, ces approches débouchent sur la mise en évidence d'un grand nombre d'indicateurs annonciateurs, à une échéance plus ou moins proche, d'une éventuelle défaillance de l'entreprise ; leur intégration dans une véritable stratégie cohérente et structurée de prévention de la défaillance de l'entreprise implique toutefois préalablement de comprendre la dynamique et les interrelations qui se nouent entre ces facteurs.

3. Des symptômes financiers aux causes organisationnelles : l'émergence du concept de « trajectoire de faillite »

La compréhension de cette dynamique et de ces interrelations nous semble devoir passer d'abord par une relecture et une mise en évidence des principaux enseignements issus de l'analyse financière des faillites d'une part, de leur analyse organisationnelle d'autre part et par l'intégration de ces deux approches au travers du concept de « trajectoire de faillite ».

3.1. L'analyse financière et la mise en évidence de symptômes financiers

Selon Dambolena et Shulman (1988), deux types d'études se dégagent du courant de recherche focalisé sur l'analyse financière des entreprises faillies :

- D'une part, il y a les études qui tentent d'identifier des ratios financiers pertinents, généralement regroupés en 4 familles (ratios de liquidité, de solvabilité, de profitabilité et d'efficience, allant ainsi des indicateurs les plus symptomatiques à court terme aux indicateurs les plus fondamentaux à long terme (Ooghe, Van Wymeersch, 1996)), et qui pourraient permettre de prédire la faillite à un horizon déterminé moyennant l'utilisation d'outils statistiques ou mathématiques adéquats (voir par exemple les études typiques de Beaver (1966), Altman (1968), Wilcox (1971), Collongues (1977) et Dambolena et Khoury (1980))⁴.
- D'autre part, il y a les recherches, telles que celles de Beaver (1968) ou de Aharony, Jones et Swary (1980) qui se fondent sur l'analyse du comportement des titres des entreprises cotées afin d'en prédire la défaillance éventuelle, se basant ainsi sur le paradigme de marchés parfaitement efficients dont les acteurs sont capables d'intégrer dans leur appréciation des titres d'une entreprise toute l'information disponible relative à cette entreprise.

3.1.1. L'analyse du comportement de ratios financiers pertinents

Si l'on excepte les études plus anciennes et fort ponctuelles de Fitz Patrick (1932) et Rosendale (1908), Beaver (1966) apparaît être le pionnier d'un courant de recherche riche aujourd'hui de plusieurs centaines de contributions publiées. Pratiquement, Beaver réalise une analyse univariée d'une batterie de ratios financiers pour mesurer le risque de faillite. Conceptuellement, son approche repose sur une analyse des flux financiers générés par l'activité d'une entreprise, dont il construit un modèle qui identifie l'entreprise à un réservoir de trésorerie alimenté à l'origine par les fonds propres et par les dettes bancaires et en cours de vie approvisionné par les cash-flows d'exploitation générés par les activités normales de l'entreprise. Beaver lie ensuite la taille de ce réservoir à la probabilité du risque de défaillance d'une entreprise : la faillite peut en effet provenir soit d'un réservoir épuisé (par manque de cash-flows ou par suite d'une différence de vitesse entre le taux de remplissage du réservoir lié au niveau des activités et le taux de vidange du réservoir, lié quant à lui aux dépenses d'investissement et aux dépenses d'exploitation courantes), soit d'un réservoir mal dimensionné à l'origine de l'entreprise (en raison de la sous-capitalisation de l'entreprise).

Beaver sélectionne un ensemble de 30 ratios, regroupés en six groupes (ratios de cash-flows, ratios liés aux revenus nets générés par l'entreprise, ratios de solvabilité, ratios de liquidité, ratios d'équilibre financier et ratios de rotation des activités), et, se basant sur l'évolution de leur valeur moyenne durant une période de cinq ans avant la faillite, il conclut à leur dégradation croissante au fur et à mesure que l'année de la faillite se rapproche. Il arrive ainsi à la conclusion que les entreprises faillies génèrent des cash-flows et des liquidités moindres que les entreprises en activité au cours des 5 années précédents la faillite et met en lumière le pouvoir prédictif élevé des ratios « Cash-Flows / Dettes totales » et « Résultat net / Actif total », ouvrant ainsi une première voie vers l'identification potentielle de « trajectoires de défaillance » et soulignant ainsi que, au plan purement financier, la faillite d'une entreprise est l'aboutissement d'un processus caractérisé par une insuffisance de rentabilité qui, couplée à une solvabilité détériorée, engendre une crise de liquidité fatale à l'entreprise.

Dans la foulée, une autre étude capitale apparaît, celle de Altman (1968). Cet auteur est en fait le premier à procéder à une analyse multivariée (basée sur le recours à une analyse discriminante) d'une batterie de ratios financiers reconnus par la littérature comme pertinents pour juger de la performance financière d'une entreprise ; cette approche, qui se distingue de l'approche de Beaver non seulement par son aspect multivarié mais aussi par le fait qu'elle ne prend pas en compte explicitement la dynamique du processus de dégradation progressive de la santé financière de l'entreprise, a le mérite de grouper cinq indicateurs financiers clés dans une fonction linéaire simple d'utilisation (notamment dans une perspective d'évaluation du risque de crédit) et d'établir une pondération de ces indicateurs en fonction de leur pouvoir discriminant.

Le modèle de Altman, plusieurs fois révisé par la suite (Altman, 1983), affiche d'emblée d'excellentes capacités de prédiction déjà deux ans avant la défaillance et s'avèrera par la suite d'une extraordinaire robustesse au fil des ans et dans de multiples contextes économiques ou financiers (Altman, 1984), devenant ainsi une référence essentielle ou un point de comparaison incontournable de toute recherche multivariée portant sur la prédiction des faillites. Ce modèle se présente, dans sa forme la plus générale, comme suit :

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

avec X_1 = fond de roulement net / actif total

X_2 = réserves / actif total

X_3 = résultat avant charges financières et impôts / actif total

X_4 = valeur de marché des fonds propres / valeur comptable des dettes totales

X_5 = ventes / actif total

Z = Score discriminant

Chaque entreprise se voit donc attribuer une valeur Z , score pondéré fonction de la valeur prise par ces cinq indicateurs financiers, et est classée dans le groupe des entreprises en faillite ou en activité en fonction d'un seuil critique défini sur base de l'analyse du comportement de ce score Z au sein d'un échantillon représentatif d'entreprises faillies apparié à un échantillon d'entreprises saines.

Au plan financier, ce modèle sanctionne l'apparition conjointe d'un fonds de roulement insuffisant par rapport au volume de l'actif, la difficulté d'autofinancement passée de l'entreprise, la faiblesse de sa rentabilité économique, une solvabilité réduite (appréciée par le biais d'une valeur de marché des fonds propres) et une rotation trop faible de l'actif (donc un niveau d'activité insuffisant par rapport aux moyens dégagés par l'entreprise pour financer ses opérations); aucune indication claire n'en émerge toutefois quant à l'enchaînement des éléments financiers susceptibles de conduire une entreprise à la faillite.

A la suite des travaux de Altman, une multitude de fonctions multivariées, discriminantes ou non, viennent enrichir la littérature; nous avons choisi d'en retenir quatre, qui toutes présentes une innovation méthodologique ou conceptuelle majeure par rapport au modèle initial de Altman :

- En 1971, Wilcox élabore un modèle stochastique, calqué sur le modèle de Beaver, mais qui semble donner de meilleurs résultats de prédiction quatre ans avant la faillite. Son modèle part de l'idée qu'une entreprise peut se situer dans différents états qui représentent chacun un niveau de bien-être financier. La formule suivante permet alors de calculer la probabilité qu'une entreprise finisse dans un état de défaillance :

$$P(\text{Faillite ultime}) = \begin{cases} 1 & \text{si } p \leq q \\ p (q/p)^N, & \text{autrement} \end{cases}$$

avec N = les états, estimés sur base d'une position de trésorerie ajustée / σ

σ = la taille estimée de l'intervalle entre les états adjacents en termes de trésorerie.

q = la probabilité de passer à $N-1$, l'état précédent

p = la probabilité de passer à $N+1$, l'état suivant

$$p+q = 1$$

Ce modèle fait donc le postulat explicite que la défaillance d'une entreprise résulte d'un processus progressif, caractérisé par un certain nombre d'états intermédiaires caractéristiques en termes de trésorerie (d'où une conception du phénomène de la faillite réduite à une simple dimension de crise de liquidités) par lesquels l'entreprise en voie de défaillance (ou, a contrario, en cours de redressement) va inévitablement passer.

- En 1972, Edmister (1972) élabore également une fonction discriminante, formée par la combinaison de sept ratios :

$$N_4 = 9.5 - 4.23X_1 - 2.93X_2 - 4.82X_3 + 2.77X_4 - 4.52X_5 - 3.52X_6 - 9.24X_7$$

avec $X_1 = 1$ si cash-flow / dettes à court terme < 0.05 , sinon $X_1 = 0$

$X_2 = 1$ si fonds propres / chiffre d'affaires < 0.07 , sinon $X_2 = 0$

$X_3 = 1$ si fonds de roulement net / ventes divisé par la moyenne sectorielle < -0.02 , sinon $X_3 = 0$

$X_4 = 1$ si dettes à court terme / fonds propres divisé par la moyenne sectorielle < 0.48 , sinon $X_4 = 0$

$X_5 = 1$ si stocks / ventes divisé par la moyenne sectorielle a un trend ascendant et est < 0.04 , sinon $X_5 = 0$

$X_6 = 1$ si réalisable et disponible / dettes à court terme divisé par la moyenne sectorielle a un trend ascendant et est < 0.34 , sinon $X_6 = 0$

$X_7 = 1$ si réalisable et disponible / dettes à court terme divisé par la moyenne sectorielle a un trend ascendant, sinon $X_7 = 0$

L'originalité de son approche réside d'une part dans le fait qu'il utilise pour la première fois des variables explicatives secondaires prenant une forme dichotomique en fonction du fait que les variables explicatives primaires qui y sont associées franchissent certains seuils spécifiques, d'autre part dans la prise en compte explicite, dans la définition de ces seuils, de comportements propres au secteur d'activité des entreprises étudiées, reconnaissant de ce fait implicitement l'importance des facteurs structurels et conjoncturels (en l'occurrence, en l'espèce, le comportement moyen au sein du secteur) en tant que facteurs explicatifs du risque de faillite d'une entreprise.

- En 1977, Collongues élabore deux fonctions discriminantes, construites dans un contexte d'hyper-inflation rendu hautement instable en raison des chocs pétroliers du début des années '70. Ces deux fonctions linéaires sont définies comme ceci :

$Z = 4.9830X_1 + 60.0366X_2 - 11.8348X_3$ avec $X_1 =$ frais de personnel / valeur ajoutée $X_2 =$ frais financiers / chiffre d'affaires hors taxes $X_3 =$ fonds de roulement net / total du bilan	$Z = 4.6159X_4 - 22.0000X_5 - 1.9623X_6$ avec $X_4 =$ frais de personnel / valeur ajoutée $X_5 =$ résultat d'exploitation / chiffre d'affaires hors taxes $X_6 =$ fonds de roulement net / stocks
---	---

Au plan financier, elles font apparaître pour la première fois l'importance accordée au volume de valeur ajoutée généré par l'entreprise et à la part qui en est attribuée au facteur de production le plus rigide, à savoir le personnel, lorsque l'entreprise traverse une période d'incertitude conjoncturelle caractérisée par une grande volatilité de son environnement.

- Enfin, en 1980, Dambolena et Khoury développent un modèle dont la caractéristique principale est son intégration explicite de la stabilité au fil des ans des ratios financiers étudiés (par le biais de la prise en compte de l'écart type des ratios sur la période de temps étudiée, mesure qui s'avère par ailleurs être la meilleure mesure possible de cette stabilité). Il ressort de leur étude qu'il existe une instabilité assez importante du comportement des ratios étudiés, qui s'accroît au fur et à mesure que le moment de la faillite se rapproche.

Au vu de ces diverses études, il semble donc bien qu'une analyse financière à base de ratios permette de prédire la faillite d'une entreprise dans un délai de un à cinq ans avant la défaillance. Toutefois, la mise en oeuvre d'une telle approche se heurte à plusieurs facteurs à caractère méthodologique ⁵ qui en limitent la portée :

- Ainsi, Eisenbeis (1976) souligne que, si les ratios financiers semblent être de bons moyens de prédiction ex post, ils ne peuvent être justement calculés qu'a posteriori et donc ce n'est qu'une fois l'entreprise faillie que l'analyste, dans cette optique, peut identifier les causes de la défaillance en examinant les changements survenus dans la valeur des ratios financiers de l'entreprise. En fait, comme le concède Altman, la question n'est pas tant de savoir si une entreprise va tomber en faillite parce qu'elle présente une valeur donnée pour certains ratios financiers caractéristiques, mais si ces symptômes sont semblables à ceux d'autres entreprises qui, dans le passé, ont continué

à voir leur santé financière se détériorer pour finalement aboutir à la faillite : en ce sens, les ratios financiers ne permettent pas véritablement d'identifier les causes de la faillite mais ils peuvent permettre de mesurer l'étendue de la mauvaise performance d'une entreprise.

- D'autre part, les ratios doivent être comparés à un standard, sans quoi leur analyse n'est pas significative, mais la question de la détermination de ce standard reste posée.
- Enfin, les ratios mènent à une analyse statique, puisque calculés sur une période fixe, alors que la faillite apparaît clairement comme le résultat d'un processus dynamique.

3.1.2. L'analyse du comportement des titres des entreprises faillies

Beaver (1968) est aussi un des premiers chercheurs à utiliser les données de marché pour prédire la faillite d'une entreprise : alors qu'en 1966, sa première recherche était destinée à analyser la capacité prédictive, dans une perspective de détection de faillite, d'une série de ratios financiers, en 1968, il montre que la variation du prix de marché de l'action d'une entreprise permet également de prédire la faillite.

En fait, constate-t-il, ces deux moyens de prédiction sont liés puisque les investisseurs utilisent de facto les ratios financiers pour apprécier le degré de solvabilité d'une entreprise et que les modifications de prix des actions traduisent le fait que les investisseurs étayent leur jugement sur base de ces ratios, incorporant de ce fait dans les prix du marché l'information contenue dans la valeur du ratio. Concrètement, Beaver analyse le lien entre le prix du marché et la valeur de certains ratios financiers au moyen d'une analyse sérielle, dont l'objet est de déterminer le délai avec lequel des investisseurs, comparativement à la valeur affichée par quatre ratios financiers, peuvent prévoir la défaillance ; concrètement, l'hypothèse est faite que, à un moment donné, une détérioration substantielle de la solvabilité de l'entreprise devient évidente au point qu'elle se traduit par une première chute importante du cours du titre de l'entreprise. Au terme de son étude, Beaver constate que le marché prédit plus rapidement la faillite que les ratios financiers mais que, néanmoins, les ratios de « Cash-flow / Dettes » et de « Revenu net / Actif total » en arrivent à une prédiction presque aussi bonne.

En 1980, Aharony, Jones et Swary comparent les caractéristiques de risque et de rendement d'entreprises faillies et non faillies une fois appliqué le modèle du MEDAFE. Ils constatent que la variance totale du rendement du titre, mesure du risque total qui pèse sur ce titre, est plus élevée pour les entreprises en faillite sur une période allant de 226 semaines avant la faillite à 120 semaines avant, mais que le risque systématique (mesuré par le coefficient β)

reste constant sur la période étudiée. Ils constatent ainsi que, lorsqu'on compare l'échantillon d'entreprises faillies et l'échantillon de contrôle, il apparaît des différences substantielles dans le comportement des variances de la moyenne, tant au niveau global qu'au niveau du risqué spécifique à l'entreprise, et ce, jusqu'à quatre années avant que la faillite formelle ne soit annoncée. De plus, la performance globale du titre est négative environ quatre ans avant la faillite et, sur une période de 4 années avant la faillite, le rendement moyen du portefeuille d'entreprises faillies est significativement inférieur à celui du portefeuille de contrôle, ce qui implique une détérioration inattendue importante, en moyenne, pour le groupe des entreprises faillies et traduit le fait que les investisseurs se sont ajustés continuellement aux situations de solvabilité déclinantes de ces entreprises durant une période d'environ quatre ans.

3.2. De l'analyse financière à l'analyse organisationnelle des causes de défaillance

Différents auteurs (Altman et Loris, 1976 ; Vernimmen, 1978 ; Collongues, 1977, ...) ont très vite souligné que l'approche purement financière de la défaillance débouche certes sur une meilleure compréhension des mécanismes financiers qui conduisent une entreprise à la faillite, mais que ces modèles pourraient être utilement enrichis en tenant compte de variables qualitatives représentatives de facteurs endogènes liés au fonctionnement interne de l'entreprise et de facteurs exogènes liés à la nature de l'environnement concurrentiel dans lequel elle s'insère (telles que l'expérience des managers, la flexibilité du marché ou encore la nature de l'avantage compétitif acquis par l'entreprise) : l'intégration de telles variables qualitatives permettrait donc de passer d'une analyse a posteriori des symptômes (essentiellement financiers) annonciateurs d'une éventuelle défaillance à une véritable analyse stratégique des causes réelles de faillite (organisationnelles, structurelles ou autres).

Argenti (1976, 1977) est le premier chercheur à explorer cette voie. Il élabore ainsi un modèle, appelé le « A-score », de nature fondamentalement organisationnelle. Estimant que les ratios financiers ne sont que des symptômes aisément manipulables de la faillite d'une entreprise et sont de ce fait incapables d'aider à la compréhension du processus de dégradation qui mène à la défaillance, Argenti propose un modèle dynamique fondé sur l'activité de l'entreprise et sur sa structure de management et qui se veut représentatif des processus de dégradation qui débouchent sur la faillite.

Selon ce modèle, le processus de faillite est basé sur un certain nombre de défauts inhérents à l'organisation et à la structure financière de l'entreprise. Ces faiblesses et défauts produisent des modifications dans l'environnement macro-économique de l'entreprise et la survenance de

"hasards normaux des affaires" (tels que la perte d'un client important ou une hausse brutale des taux d'intérêts) conduit à une crise susceptible de provoquer la mort de l'entreprise.

Le processus de défaillance au sens strict se compose alors de trois phases successives :

- ❖ La première phase se caractérise par la rigidité de l'organe de direction, qui résulte elle-même de la combinaison des faiblesses suivantes, le plus souvent d'origine interne, dont chacune a pour conséquence de restreindre la capacité de la direction à recueillir et à traiter convenablement les informations pertinentes :
 - la présence, à la tête de l'entreprise, d'un ou plusieurs "autocrates", régissant de main de maître toute la gestion quotidienne et stratégique de l'entreprise, refusant tout dialogue et toute aide des travailleurs ou conseillers potentiels de l'entreprise,
 - la concentration aux mains d'une seule et même personne ou de quelques acteurs seulement des pouvoirs de gestion et des droits de propriété de l'entreprise,
 - la restriction des compétences à un domaine particulier de la gestion, ce qui conduit potentiellement à l'absence d'un produit parfaitement adapté aux besoins du marché et/ou à une faible connaissance des questions financières,
 - au sein d'entreprises de taille moyenne, l'absence de gestionnaires susceptibles de relayer les décisions de la direction au sein de l'organisation.
- ❖ La deuxième phase du processus de défaillance est marquée par l'apparition d'erreurs de gestion, stratégiques et/ou opérationnelles, telles que la lenteur de réaction aux modifications de la technologie, une mauvaise politique de communication, l'existence de malversations et de fraudes, la prise en considération insuffisante des facteurs de coût, notamment en matière de recherche et de développement, un endettement financier élevé.
- ❖ Ces erreurs amorcent la troisième phase du processus de défaillance, au cours de laquelle les symptômes de défaillance, qu'ils soient ou non financiers, apparaissent.

Argenti souligne par ailleurs que la présence de facteurs externes, tels que le poids des Syndicats et des Pouvoirs Publics ou des événements naturels impondérables, est susceptible d'accélérer le parcours de l'entreprise au travers de ces trois phases.

Ultérieurement, Cormier et al. (1994), Dimitras et al. (1995), Slowinski et Zopounidis (1995), Greco et al. (1998) et Zopounidis et Doumpos (1999) vont aussi intégrer, dans leur modélisation du processus de défaillance d'une entreprise, des informations qualitatives relatives à l'expérience des managers, au positionnement de marché de l'entreprise, à la

nature de sa technologie ou à son infrastructure technique, à son mode d'organisation, aux avantages compétitifs qu'elle développe et au niveau de flexibilité qu'elle acquiert vis-à-vis de son marché.

En 1994, Sheppard propose une intéressante synthèse des facteurs d'origine organisationnelle ou stratégique mis en lumière dans la littérature comme pertinents dans la perspective d'une compréhension accrue du processus de défaillance d'une entreprise. Il procède ainsi à une analyse en 4 niveaux de ces facteurs (niveau de la stratégie globale de l'entreprise, niveau des différentes stratégies d'activité, niveau du développement de stratégies coopératives et enfin niveau des stratégies financières) ; il en ressort :

- qu'aucun élément constitutif de la stratégie globale de l'entreprise n'apparaît conduire à une meilleure compréhension du processus de défaillance,
- la mise en évidence d'une relation positive entre la part de marché relative de l'entreprise et sa survie, ainsi qu'entre l'évolution de la taille de la firme (et donc la manière dont elle gère activement sa croissance) et sa survie,
- que l'accroissement de l'expertise managériale disponible dans l'entreprise étant toutefois clairement associée à une réduction du risque de défaillance,
- et, sans véritable surprise, l'existence d'une relation significativement positive entre le volume des ressources financières à la disposition de l'entreprise et sa probabilité de survie.

3.3. Des symptômes aux causes : le concept de « trajectoire de défaillance »

Un consensus est donc apparu assez tôt dans la littérature selon lequel la faillite d'une entreprise est le résultat d'un processus évolutif, lent et progressif, caractérisé par une multitude d'événements. L'enchaînement de ces événements qui, théoriquement, se succèdent avant d'aboutir à la discontinuité de l'entreprise peut, s'il est correctement identifié, être judicieusement modélisé sous la forme d'une ou de plusieurs « trajectoires de défaillance », caractérisées idéalement par des faits particuliers (concentration du chiffre d'affaires sur quelques gros clients, perte significative de parts de marchés, retrait d'un actionnaire important, ...) dont l'apparition, si elle est détectée suffisamment à temps, peut alors conduire à la prise de mesures correctrices efficaces et permettre le déploiement de véritables stratégies de prévention de faillite, si souvent espérées et si rarement mises en oeuvre avec succès.

Pourtant, les chercheurs ont étudié assez tardivement, et en nombre peu important, ces chemins qui semblent mener à la faillite. Parmi eux, certains ont toutefois permis un apport conceptuel appréciable :

- Ainsi, au terme d'une étude historique et épistémologique du concept de faillite et de ses causes et conséquences, Marco (1989) propose un modèle théorique représentatif du processus de faillite appelé "Spirale d'entrée en faillite". Suivant ce modèle, des erreurs de gestion (essentiellement opérationnelles) provoquent initialement des déséquilibres financiers, puis un certain recul sur le marché conduit à une chute sévère des profits, ce qui renforce les difficultés de trésorerie ; enfin, l'inquiétude des créanciers et la méfiance des banquiers qui mettent un terme à leur crédit conduit tout droit la firme à la cessation de paiements et donc à sa mise en faillite.

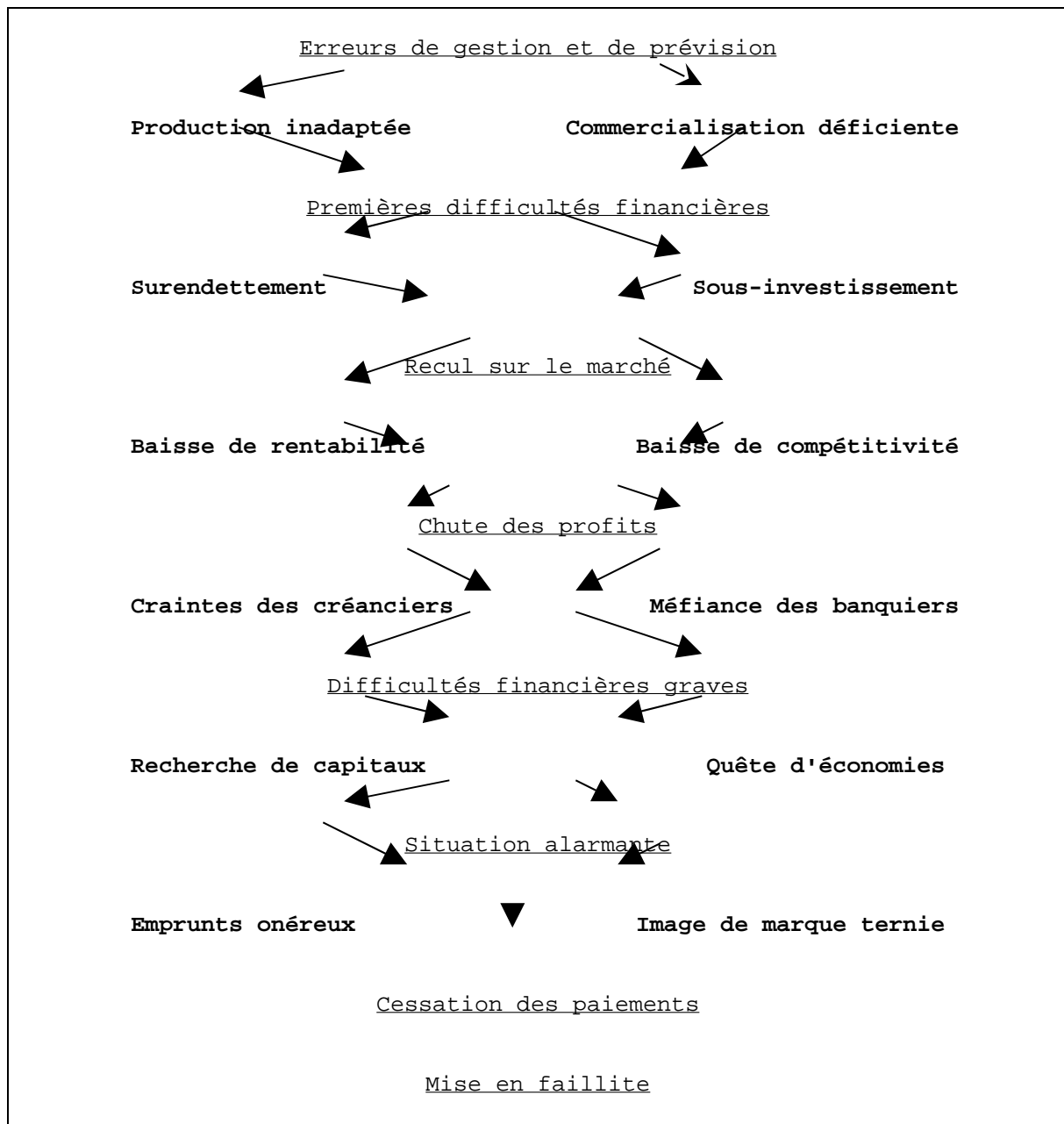


Figure 1 : "La Spirale d'Entrée en Faillite" (Source: MARCO L. (1989))

Ce modèle, relativement simple, présente à nos yeux les caractéristiques suivantes :

- il permet de faire le lien entre le processus de dégradation financière connu dans la littérature sous le nom de "Chemin de la Faillite" (décrit ci-après) et les erreurs de gestion qui en sont la cause première, un pont étant ainsi dressé entre les facteurs et indicateurs financiers les plus symptomatiques et les facteurs qualitatifs ou de gestion qui en sont la cause véritable ;
- il prend en compte les intérêts des différents agents intéressés à la gestion de l'entreprise, en intégrant explicitement dans le processus le point de vue des

clients, des créanciers et des banquiers et intégrant ainsi l'aspect contingent lié à l'immersion de l'entreprise dans son environnement,

- toutefois, force est de constater que ce modèle n'intègre encore que très partiellement la dynamique d'évolution de l'entreprise et l'aspect stratégique de sa gestion, dans la mesure où il n'envisage pas explicitement les stratégies de sortie hors de cette spirale d'entrée en faillite.
- Ooghe et Van Wymeersch (1985) proposent quant à eux une approche synthétique du concept de « Chemin financier de la faillite ». Considérant l'entreprise en difficulté comme celle qui ne parvient pas à réaliser de manière continue ses objectifs économiques de création de valeur et partant du fait que la réalisation continue de ces objectifs économiques de l'entreprise suppose une rentabilité et une liquidité suffisante, couplée à une solvabilité dépendante elle-même de la rentabilité de l'entreprise et influençant sa liquidité, une trajectoire financière de faillite peut alors être tracée.

Initialement, un chiffre d'affaires insuffisant ou des charges trop élevées détériorent la rentabilité de l'entreprise. La capacité d'autofinancement devient alors vite insuffisante par rapport aux investissements en immobilisations ou en actifs circulants. Il en résulte un manque de liquidités et les dettes augmentent, entraînant un montant de charges financières plus élevé. La solvabilité de l'entreprise se dégrade à son tour, une méfiance des prêteurs s'installe, ce qui rend impossible de recourir à d'autres prêts et l'entreprise doit finalement faire face à « l'étranglement de la trésorerie (la cessation de paiement) ».

- Laitinen (1982) centre quant à lui son analyse sur les entreprises nouvellement créées, et en identifie une trajectoire de faillite bien particulière. Au départ, l'entreprise est de petite taille et souvent proportionnellement assez endettée. Une profitabilité réduite, une croissance trop rapide ou une vélocité trop lente sont autant de facteurs susceptibles d'entraîner un manque de revenus pourtant nécessaires au financement des opérations. C'est alors que la liquidité de l'entreprise s'essouffle. Le recours aux dettes devient nécessaire, provoquant un cercle vicieux pouvant aller jusqu'à la faillite de l'entreprise si la firme devient insolvable.
- Enfin, Van Wymeersch et Wolfs (1996) cherchent quant à eux à identifier une ou des indicateurs caractéristiques d'une trajectoire de défaillance dans un délai de cinq années avant la faillite. L'utilisation et la comparaison des différentes rubriques des comptes annuels d'entreprises échantillonnées, tant industrielles que commerciales, leur permet de

montrer qu'un certain nombre de ces postes comptables se détériorent fortement deux années avant la faillite : ainsi, les stocks atteignent près du double de ceux des entreprises comparables en activité, les liquidités sont quasi nulles, les valeurs disponibles faibles, les fonds propres insuffisants, le taux d'endettement est élevé et les pertes reportées augmentent au fur et à mesure que la faillite se rapproche. En bref, les entreprises en faillite sont clairement caractérisées par une faible rentabilité et une insuffisance de capitaux propres (mode de financement par les capitaux de tiers), des stocks élevés et une trésorerie faible. De plus, il apparaît que les « signes précurseurs de faillite se manifestent clairement cinq ans avant la défaillance » pour les entreprises commerciales.

4. Les origines profondes de la défaillance ou la faillite du système de gestion stratégique de l'entreprise

Des études et recherches présentées à la section précédente, il ressort assez clairement que la défaillance progressive de l'entreprise se reflète bien avant sa mise en situation de faillite légale au travers d'indicateurs symptomatiques, généralement de nature financière, dont l'enchaînement, judicieusement perçu, peut mener à la mise en évidence d'une « trajectoire de défaillance ».

L'examen de la nature exacte de ces indicateurs et des causes profondes de défaillance dont ils sont le reflet a aussi engendré un autre pan extrêmement important, souvent multiforme, de la littérature spécialisée dans l'étude de la faillite des entreprises.

Soulignons d'emblée que, longtemps, maints auteurs ont attribué la faillite d'une entreprise à des problèmes ou des erreurs de gestion opérationnelle (Daigne, 1984) ou à sa mauvaise organisation (Conan et Holder, 1979). Marco (1989) estime cependant, à juste titre, que le chercheur désireux d'apporter une contribution significative au problème de la compréhension du processus de défaillance doit dépasser le truisme de "l'erreur de gestion" et qu'une théorie économique de la défaillance doit admettre que l'entrepreneur n'échoue pas volontairement, que ses erreurs sont commises de bonne foi.

Le problème réside dès lors dans le repérage et la compréhension de l'origine de ces erreurs de gestion. Il nous semble ainsi pertinent de distinguer :

1. Les erreurs imputables à une difficile gestion des contraintes imposées à l'entreprise par son environnement : l'influence des cycles économiques et de la conjoncture (Guilhot, 2000) (Marco, 1989), l'incertitude née des phénomènes de dérégulation et de déréglementation des marchés, la performance du marché boursier, le resserrement des

conditions de crédit et les conditions d'offre monétaire, l'évolution plus rapide des législations nationales, l'incapacité à faire face aux conséquences de catastrophes naturelles, le poids relatif des organisations syndicales (Dambolena et Khoury, 1980), le rythme de l'inflation, le nombre de création de nouvelles entreprises, la globalisation des marchés, l'instabilité macroéconomique, la dérégulation (Morris, 1997) sont autant de facteurs, essentiellement de nature macroéconomique, exogènes à l'entreprise mais dont l'influence sur son comportement et sur le risque de défaillance sont largement reconnus.

2. Les erreurs relatives à la mise en oeuvre du système de pouvoir en vigueur dans l'entreprise et, par delà ce système même, relatives à la personne même de l'entrepreneur ou au système de gouvernance mis en place dans l'entreprise : les conséquences d'une gestion déficiente du fragile équilibre entre les attentes et les contraintes de la famille et de l'entreprise dans les entreprises familiales, l'âge trop jeune de certains entrepreneurs (d'où un manque certain de formation et surtout d'expérience, professionnelle ou humaine), des relations difficiles entre actionnaires, un manque de responsabilité face aux changements de technologie, une mauvaise communication interne, un sens éthique déficient sont ainsi des causes fréquemment évoquées et étroitement liées au système de pouvoir (et aux mécanismes d'exercice de ce pouvoir et de prise de décisions dans l'entreprise) qui permettent d'expliquer, à tout le moins partiellement, l'entrée dans une spirale de défaillance.
3. Les erreurs de nature opérationnelle, liées aux décisions prises quotidiennement dans l'entreprise et qui ont des conséquences à court terme : de natures extrêmement diverses (dépendance élevée à l'égard d'un ou de quelques clients ou fournisseurs, mauvais choix d'investissement, décisions d'économies déplacées, mauvais choix de marchés, communication externe déficiente ou inadaptée, ...), ces causes sont généralement le reflet d'une absence de formation ou d'un manque de connaissances suffisantes des matières financières, fiscales, juridiques, commerciales, ... ou de considérations insuffisantes vis-à-vis du coût des facteurs et de la rentabilité exacte des activités de l'entreprise (donc imputables à une méconnaissance des conditions exactes d'activité en termes de coûts et de marges, liée souvent à l'insuffisance du système de contrôle de gestion de l'entreprise).
4. Les erreurs de nature stratégique, n'ayant souvent de conséquence sur le devenir de l'entreprise qu'à moyen et long terme et liées à la mission de l'entreprise, telles que la non observation du portefeuille de clients, de produits et de l'environnement, la sous-

évaluation de la concurrence ou des barrières à l'entrée ou encore la maîtrise de la taille (notamment en phase de croissance de l'entreprise) (Laitinen, 1992), sont enfin à l'origine de problèmes de nature stratégique qui, conditionnant tout le devenir de l'entreprise, apparaissent de ce fait être à l'origine véritable d'une éventuelle défaillance.

5. Conclusions

Au terme de ce panorama structuré et critique de l'état de la recherche menée en matière de faillite d'entreprise, il nous apparaît assez clairement que cette recherche est passée progressivement d'une optique de prédiction statique du risque de faillite empreinte du sceau d'une saine gestion du risque de crédit à une optique plus dynamique de prévention de la défaillance d'entreprise empreinte de la volonté de gérer activement l'évolution stratégique de la vie de l'entreprise, passant ainsi d'une volonté d'identifier des symptômes précurseurs de faillite au souci d'isoler les véritables causes de la défaillance et à la volonté de comprendre la dynamique à la base d'une éventuelle « trajectoire de défaillance ».

La mise en évidence de la diversité des « trajectoires de défaillance » les plus rencontrées en pratique reste toutefois largement au sens embryonnaire, la dynamique de l'évolution de l'entreprise au travers de ces trajectoires et, surtout, la possibilité pour ses dirigeants de prendre des décisions judicieuses permettant de sortir de ces trajectoires ayant notamment encore été peu explorée jusqu'à présent. Pourtant, le désir émis par de nombreux pouvoirs économiques et politiques, locaux ou nationaux, un peu partout dans le monde, de mettre en place des mécanismes cohérents, organisés et structurés permettant d'éviter la défaillance de nombreuses entreprises pourtant créatrices d'une certaine richesse économique ou sociale implique de détecter et de prévenir aussi tôt que possible de telles défaillances, de manière à encadrer, de la manière la plus efficace qui soit, les dirigeants de telles entreprises dans la prise de mesures correctrices efficaces.

Bibliographie

AHARONY (J), JONES (C.P.), SWARY (I), « An Analysis of Risk and Return characteristics of corporate bankruptcy using capital market data », *The Journal of Finance*, vol. XXXV, n°4, september 1980, p. 1001-1016.

ALTMAN (E.I.), « Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy », *The Journal of Finance*, September 1968, volume XXIII, n°4, p.589-609.

ALTMAN E.I. (1984): "The success of business failure prediction models: an international survey", *Journal of Banking and Finance*, n° 8, pp. 171-198

ALTMAN E.I. (1988): The prediction of corporate failure, Garland Press, New-York, 1ère Edition

ALTMAN (E.I.), « Corporate Financial Distress », John Wiley and Sons, 1983

ALTMAN (E.I.), LORIS (B), « A Financial early warning system for over-the-counter broker-dealers », The Journal of Finance, vol. XXXI, n°4, September 1976, p.1201-1217.

ARGENTI (J), « Corporate Collapse, the causes and symptoms », McGraw Hill, 1976, p.1-187.

BEAVER (W.H.), « Financial ratios as predictors of failure », Empirical research in accounting: selected studies, 1966, p.71-90.

BEAVER (W.H.), « Market prices, financial ratios, and the prediction of failure », Journal of accounting research, autumn, 1968, p.179-192.

BRYANT (S), « A Case-Based Reasoning Approach to Bankruptcy Prediction Modeling », Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management 6, 1997, p.195-214.

COLLONGUES (Y), « Ratios financiers et prévision de faillites des petites et moyennes entreprises », Gestion et technique bancaires, n°365, septembre 1977, p. 963-970.

CONAN J., HOLDER M. (1978): "Analyse des causes des faillites des PMI", Bulletin du Conseil National des Commissaires aux Comptes, CEREG, n° 32, Paris, Décembre

CORMIER et al., « Evaluation de la pérennité de l'entreprise dans un contexte d'audit », Economie et Comptabilité, Mars-Avril 1994, n°184, p.23-34.

DAIGNE J.F. (1984): Dynamique du redressement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris, 1ère édition, 329 p.

DAMBOLENA (I.G.), KHOURY (S.J.), « Ratio stability and corporate failure », Journal of Finance, September 1980, p.1017-1026.

DAMBOLENA (I.G.), SHULMAN (J.M.), « A Primary Rule for Detecting Bankruptcy: Watch the Cash », Financial Analysts Journal, September-October 1988, p.74-78.

DAUBIE (M), MESKENS (N), « Business Failure Prediction: A Review and Analysis of the Literature », not published, 2001, p.1-15.

DIMITRAS (A.I.), ZANAKIS (S.H.), ZOPOUNIDIS (C), « A survey of business failures with an emphasis on prediction methods and industrial applications », European Journal of Operational Research, 1996, p.487-513.

DIMITRAS (A.I.) et al., « Une méthode d'aide multicritère à la décision pour l'estimation du risque de faillite », Foundation of Computing and Decision Sciences, 1995, 20 (2), p.99-112.

EDMISTER (1972), « An empirical test of financial ratio analysis for small business failure prediction », Journal of Financial and Quantitative Analysis, Mars 1972.

EISENBEIS (R.A.), « Pitfalls in the application discriminant analysis in business and economics », *The Journal of Finance*, vol. XXXII, n°3, June 1977, p.875-900.

FITZ PATRICK (P), « A Comparison of Ratios of successful industrial enterprises with those of failed firms », *Certified Public Accountant*, October, November, and December, 1932, p.598-605, 656-62, and 727-31.

GILBERT (L), MENON (K), SCHWARTZ (K), « Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress », *Journal of Business Finance and Accounting*, 17 (1), p.161-171.

GRECO et al., « A New Rough Set Approach to Evaluation of Bankruptcy Risk », *Operational Tool in the Management of Financial Risks*, p.121-136.

GUILHOT (B), « Défaillances d'entreprise: soixante-dix ans d'analyses théoriques et empiriques », *Revue française de gestion*, septembre-octobre 2000, p.52-67.

KOENIG (G), « Entreprises en difficultés: des symptômes aux remèdes », *Revue Française de Gestion*, Janvier-Février 1985, p.84-92.

LAITINEN (E.K.), « Prediction of failure of a newly founded firm », *Journal of Business Venturing* 7, 1992, p.323-340.

MARCO (L), « Les flux économiques de faillites en France: essai sur la mortalité des entreprises », *Thèse de doctorat en Sciences Economiques*, Université de Paris I, 1984.

MARCO L. (1989): "La montée des faillites en France: XIX^e - XX^e siècle", Editions L'Harmattan, Collection "Logiques Economiques", 1^{ère} Edition, 191 p.

MORRIS (R), « Early warning indicators of corporate failure. A critical review of previous research and further empirical evidence », *Ashgate*, 1997, p.1-422.

OOGHE (H) ET VAN WYMEERSCH (C), « *Traité d'analyse financière* », Tome I, 2^{ème} édition, Presses Universitaires de Namur, 1985, p.1-418.

ROSENDALE (W.M.), « Credit department methods », *Banker's magazine*, 1908, p.183-184.

SHEPPART (J.P.), « Strategy and Bankruptcy: An Exploration into Organizational Death », *Journal of Management*, 1994, vol.20, n°4, p.795-833.

SLOWINSKY (R) et ZOPOUNIDIS (C), « Application of the Rough Set Approach to Evaluation of Bankruptcy Risk », *International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, 1995, p.27-41.

TAFFLER (R), « Forecasting Company Failure in the UK using Discriminant Analysis and Financial Ratio Data », *Journal off Royal Statistical Society*, 1982, 145 (3), p.342-358.

VAN WYMEERSCH (C), WOLFS (A), « La trajectoire de faillite des entreprises : une analyse chronologique sur base des comptes annuels », *Cahiers de la faculté des sciences*

économiques et sociales », n°172, Collection « Finance », CeReFiM, FUNDP, Namur, avril 1996.

VERNIMMEN (P), « Panorama des recherches portant sur le risque du créancier », Analyse financière, 1^{er} trimestre 1978, p.54-61.

WILCOX (J.W.), « A Prediction of Business Using Accounting Data », Empirical Research in Accounting : selected studies, 1973, p.163-179.

ZOPOUNIDIS (C) et DOUMPOS (M), « A Multicriteria Decision Aid Methodology for Sorting Decisions Problems: The Case of Financial Distress », Computational Economics, 1999 b, p.197-218.

¹ L'intensité de cette relation est elle-même le résultat de la conjonction de nombreux facteurs contingents, parmi lesquels la taille de l'entreprise (en termes d'emplois directs générés ou en termes de chiffre d'affaires réalisé), la structure de sa chaîne de valeur, son insertion dans les réseaux productifs et commerciaux locaux ou son image en tant que levier de l'activité économique d'une région ne sont pas les moindres.

² Pour une présentation exhaustive des recherches réalisées dans ce domaine, voir par exemple Dimitras e.a. (1995) ou Zopounidis (1998).

³ Pour une synthèse intéressante des résultats de ce type de recherches, voir Sheppard (1994).

⁴ Les modèles de prédiction de faillites qui résultent de ce courant de recherche utilisent ainsi une multitude de méthodes, dont les plus répandues sont indubitablement l'analyse univariée à base de tests d'égalité de moyennes et de variances, l'analyse discriminante, les techniques de régression linéaire, les techniques de régression logistique, les algorithmes de partitionnement récursif, les analyses de survie ou les systèmes-experts, à base plus qualitative.

⁵ Ces facteurs s'ajoutent en fait aux hypothèses et limites inhérentes aux méthodes statistiques sous-jacentes aux multiples modèles de prédiction proposés dans la littérature et dont le non-respect, pas toujours systématiquement envisagé explicitement, peut aussi réduire la portée de ces modèles : Eisenbeis (1977) souligne ainsi sept limites inhérentes à l'utilisation de l'analyse discriminante, à savoir des contraintes ou des limites de multi-normalité de la distribution des variables, d'égalité dans la dispersion des groupes de référence utilisés, d'interprétation et de signification de variables à la multicolinéarité souvent élevée, de réduction de la dimension initiale du problème posé, de définitions des groupes de référence, de choix des probabilités à priori et d'estimation des taux d'erreurs de classifications.