

Les entreprises en difficulté désinvestissent-elles ?

Une étude exploratoire du risque de faillite perçu dans les PME françaises

Marc Fréchet

Univ Lyon – UJM Saint-Etienne COACTIS (EA 4161), SAINT-ETIENNE

marc.frechet@univ-st-etienne.fr

Muriel Perez

Univ Lyon – UJM Saint-Etienne COACTIS (EA 4161) , SAINT-ETIENNE

Résumé :

La littérature s'est traditionnellement attachée à expliquer le risque de défaillance de l'entreprise. Les recherches avancent l'idée qu'en raison de sa connotation très négative, ce risque est un sujet de préoccupation essentiel pour les dirigeants. De sorte que la simple perspective d'un risque de faillite apparaît susceptible d'influencer les décisions de gestion. A cet égard, les interrogations sur la place du désinvestissement sont prépondérantes. Compte tenu des conséquences particulièrement négatives d'une défaillance, les dirigeants peuvent apparaître comme incités à diminuer les investissements si un risque de faillite se dessine. Dans le même temps, la littérature souligne la force des phénomènes d'inertie et d'escalade susceptibles d'exercer une influence contraire. Ces deux hypothèses rivales, et le fait qu'aucune étude empirique n'existe, justifie notre projet de recherche. Sur la base d'un échantillon de 501 PME, nous étudions l'influence d'un risque de faillite perçu sur d'éventuels désinvestissements en termes de variation des actifs (immobilisations) de ressources (personnel, production) et en termes de marché (client, produits). Les résultats montrent que le risque de défaillance perçu diminue le taux de variation des immobilisations, excluant ainsi l'idée de surinvestissement ou même de persistance. De même il provoque un désinvestissement en ressources, essentiellement par la diminution du personnel. En revanche, aucun impact n'est décelable sur le désinvestissement de marché.

Mots-clés : Faillite, Désinvestissement, PME, Défaillance

Les entreprises en difficulté désinvestissent-elles ?

Une étude exploratoire du risque de faillite perçu dans les PME françaises

INTRODUCTION

En matière de défaillance d'entreprise, les chercheurs se sont principalement intéressés à l'anticipation des symptômes (Altman, 1968, Balcaen et Ooghe 2006), l'exploration des causes (Banburry et Mitchell, 1997 ; Steven et al. 2011) ou l'analyse du processus (Argenti, 1976, Ooghe et De Prijcker, 2008). Plus récemment, sont apparues des recherches inversant la logique d'analyse en sortant d'une vision explicative ou prédictive de la défaillance pour s'intéresser à l'impact de cette défaillance sur les réactions du dirigeant et notamment sur sa capacité à fonder de nouvelles entreprises (Singh, Corner et Pavlovich, 2007 ; Jenkins, Wiklund et Brundin, 2014 ; Eggers et Song, 2015). Cette attention à la personne du dirigeant a permis de mettre en évidence le rôle moteur de ses émotions dans son rapport à la défaillance, éclairant les possibilités de construction de sens et d'apprentissage (Cope, 2011 ; Heinze, 2013 ; Ucbasaran et al., 2013). Mais l'échec d'une entreprise implique nécessairement un coût, à la fois financier et psychologique, qui est susceptible d'engendrer, pour l'entrepreneur, un sentiment de dévalorisation et plus généralement des souffrances (Jenkins, Wiklund et Brundin, 2014) influant sur sa prise de décision. De fait, certains auteurs ont soutenu que la simple perspective de la défaillance d'entreprise pouvait jouer, à elle seule, un rôle sur le comportement du dirigeant et sur ses décisions de gestion (Shepherd, Wiklund et Haynie, 2009). La perspective de la défaillance d'une entreprise par l'entrepreneur peut être conçue comme une forme d'anticipation du risque et de ses conséquences. Les dirigeants seraient alors supposés pouvoir moduler les investissements pour limiter des pertes éventuelles (Morgan et Sisak, 2016). Néanmoins, la possibilité d'un désinvestissement induit par le sentiment d'un risque de défaillance n'a jamais été, à notre connaissance, testée empiriquement.

Le désinvestissement ne va cependant pas de soi. Il est certes considéré, en stratégie, comme une forme de choix rationnel. Habituellement associé à des performances jugées insuffisantes (e.g. Bergh,

1997) le désinvestissement est également conçu comme un moyen de libérer des ressources afin de capter des opportunités et d'améliorer la performance de l'entreprise (Berry, 2010). Il demeure essentiellement abordé sous l'angle d'acquisitions et de reventes de filiales mais peut être plus largement envisagé comme une réduction des actifs alloués à l'entreprise (Durand et Vergne, 2015). Le désinvestissement implique un repli partiel d'activité et donc une forme de réduction d'échelle touchant l'intégralité de l'entreprise (Durand, 2003). Néanmoins, les théories organisationnelles soulignent la force des mécanismes inertiels dans la prise de décision (Ross et Staw, 1993 ; Sydow et al., 2009). Les entreprises susceptibles de désinvestir peuvent précisément être sujettes à un phénomène de persistance et retarder le moment de leur désengagement (Tangpong, Abebe et Li, 2015). De sorte qu'il est difficile de prédire si des entreprises se percevant en difficulté seront enclines à désinvestir.

L'objectif de cet article est de contribuer au courant émergent sur les perspectives de défaillance en déterminant *dans quelle mesure les entreprises qui perçoivent un risque de faillite ont réellement recours au désinvestissement sous ses différentes facettes* (actifs, personnel, marché). En utilisant un échantillon de TPE/PME issues de la région Rhône-Alpes, nous étudions l'existence d'un lien entre la perception d'un risque de faillite, d'une part, et la variation des actifs, le désinvestissement en termes de ressources (personnel, production), le désinvestissement en termes de marché (client, produits), d'autre part. Les résultats montrent que le risque de défaillance perçu diminue le taux de variation des immobilisations, excluant ainsi l'idée de surinvestissement ou même de persistance. De même il provoque un désinvestissement en ressources, essentiellement par la diminution du personnel. En revanche, aucun impact n'est décelable sur le désinvestissement de marché.

La suite de l'article est divisée en quatre parties. Dans la première, les éléments fondamentaux de la revue de littérature sont rappelés. La deuxième présente la méthode suivie. La troisième partie est consacrée aux résultats qui sont discutés dans la quatrième.

1. CADRE CONCEPTUEL

Les recherches mobilisées sont de différents types. Tout d'abord, nous empruntons à la littérature mettant en avant l'aspect potentiellement négatif de la défaillance, afin de mieux comprendre les réactions des dirigeants confrontés à ce risque. Nous mobiliserons ensuite les recherches traitant de

la décision de désinvestissement, avant de traiter des recherches faisant le lien entre la perception d'un risque et les décisions d'investissement ou de désinvestissement.

1.1. LA PERCEPTION DU RISQUE DE DÉFAILLANCE

La défaillance d'entreprise a fait l'objet de nombreux travaux de recherche dont le but principal était de prédire au mieux le phénomène, voire d'en déterminer les causes (Altman, 1968; Banburry et Mitchell, 1997; Steven et al. 2011). Il s'agissait d'identifier les antécédents de la situation où l'état financier et économique de l'entreprise devient tellement dégradé que celle-ci se trouve dans un état d'insolvabilité qui la contraint à cesser son activité (Shepherd, 2003). Ainsi comprise, la défaillance correspond au cas français de la liquidation judiciaire où l'entreprise est sujette à la cessation des paiements et où toute chance de redressement est manifestement impossible (article L640-1 du code de commerce). A cet égard, les études ont classiquement mis en évidence les problèmes de débouchés, les coûts et structure de production, les difficultés financières, les causes accidentelles, les facteurs macro-économique de fragilité (Blazy et Combier, 1998) et le manque de compétences en gestion (Julien, 1994; Carter et Van Auken, 2006, Ooghe et de Prijker, 2008), notamment le manque de capacité du dirigeant à gérer une entreprise (D'Aveni et McMillan, 1990).

Récemment, les interrogations se sont étendues à la manière dont les dirigeants eux-mêmes réagissaient à la faillite (Byrne et Shepherd, 2015). Les études, peu nombreuses, mettent dans ce cas en avant l'aspect négatif de la perception du risque de défaillance en l'associant notamment à la peur (e.g. Morgan et Sisak, 2016). Elles soulignent également le lien avec les risques associés, eux aussi connotés négativement, comme la perte d'estime de soi, la pression financière ou la perte d'indépendance (Jenkins, Wiklund et Brundin, 2014). Le risque de défaillance est en effet susceptible d'engendrer une détresse émotionnelle (Shepherd, Wiklund et Haynie, 2009), une souffrance, voire des émotions dévastatrices (Jenkins et al., 2014), telles que la colère, la tristesse ou la dépression.

Ces conséquences négatives de l'échec expliquent que les dirigeants les anticipent et puissent prendre des décisions en raison de la peur qu'ils éprouvent en lien avec la perception d'un risque de défaillance. Cacciotti et Hayton (2015) confirment que, sur 44 articles recensés par eux, 37 portent

spécifiquement sur la peur de l'échec, tandis que les autres traitent plus largement de l'anxiété ou de l'inquiétude du dirigeant. La peur de l'échec est considérée le plus souvent comme un frein, les auteurs allant jusqu'à soutenir qu'il s'agit de la plus grande crainte du propriétaire-dirigeant : « *This perspective on the role of failure in entrepreneurship may have reinforced a tendency to think that failing is what entrepreneurs fear the most* ». Et de fait, une partie de la littérature considère implicitement le fait que la réussite d'un entrepreneur se mesure principalement au regard de sa capacité de survie, par opposition à une défaillance de l'entreprise perçue comme manifestation de l'échec (Wennberg et De Tienne, 2014).

La littérature entrepreneuriale emprunte le plus souvent à la psychologie pour tenter de distinguer les différents traits de personnalité de l'individu qui permettraient de comprendre l'intention d'entreprendre, et les capacités à gérer une entreprise en situation de risque (Digman, 1990). La peur y apparaît comme une composante de la personnalité analysée principalement à travers l'aversion au risque. Zhao, Seibert et Lumpkin (2009) empruntent ainsi à la théorie des traits de personnalité et la complètent dans un contexte managérial, pour tenter d'expliquer le comportement de l'entrepreneur, l'aversion au risque n'étant qu'un facteur explicatif du comportement du dirigeant parmi d'autres. Au demeurant, cette aversion semble seulement expliquer l'intention d'entreprendre mais pas le niveau de performance au cours de la vie de l'entreprise, suggérant que son effet varie dans le temps. Une défaillance antérieure engendrant un effet d'apprentissage est alors vue comme un facteur potentiellement explicatif d'une nouvelle création d'entreprise ou d'un nouvel engagement (Hessels et al, 2011). En revanche, les travaux reliant la perspective d'un échec aux modes de gestion appliqués et à la prise de décision au cours de la vie de l'entreprise sont rares. Seuls Morgan et Sisak (2016) établissent théoriquement que si la peur de la défaillance – conçue comme une perception du risque – est communément perçue comme un obstacle à la création d'entreprise, son influence sur l'investissement entrepreneurial au cours de l'exploitation de l'entreprise est plus ambiguë et peut même, dans certains cas, devenir une source de motivation. Rappelons ici que notre objectif n'est pas de savoir si les dirigeants percevant un risque de défaillance éprouvent de la peur, mais bien de savoir si la perception d'un risque influe sur les décisions de gestion de type investissement et

désinvestissement. La peur est alors simplement un facteur potentiellement explicatif de la réaction du dirigeant face à la défaillance.

1.2. LE DÉSINVESTISSEMENT

Le désinvestissement, pendant de l'investissement, est considéré comme un processus d'ajustement pour l'entreprise qui procède à des ré-allocations de ressources (Haynes, Thompson et Wright, 2003). Bien qu'il se retrouve sous une grande variété de termes (*downsizing*, réduction d'échelle, *retrenchement*), le désinvestissement implique toujours la réduction des activités de la firme avec des implications sur la configuration des actifs (Durand, 2003). Ce repli d'activité se traduira par la baisse de l'engagement de l'entreprise dans des activités de diversification (Haynes, Thompson et Wright, 2003 ; Berry, 2010) et le recentrage sur le cœur d'activité de l'entreprise au détriment d'activités secondaires. Du point de vue des ressources, le désinvestissement impliquera des re-ventes de filiales (e.g. Moliterno et Wieserma, 2015), des cessions complètes d'activité (Dranikoff, Koller et Schneider, 2002), une diminution des actifs (e.g. Durand et Vergne, 2015) ou même des réductions d'échelle impliquant des diminutions d'effectif (Muñoz et Sanchez, 2010 ; Tangpong, Abebe et Li, 2015).

Les travaux de recherche portant sur le désinvestissement s'inscrivent principalement en lien avec la performance de l'entreprise ou sa stratégie de croissance. L'objectif est ainsi de comprendre le rôle joué par une stratégie de désinvestissement ou d'investissement sur la croissance (Berry, 2010) ou sur le niveau de performance (Haynes, Thompson et Wright, 2003). Muñoz et Sanchez (2010) tentent ainsi de comprendre l'effet d'un repli d'activité, ou *downsizing*, sur la performance de l'entreprise. Leurs résultats semblent montrer que l'influence sur l'amélioration de la performance serait positivement liée à la taille de la réduction d'activité. Cependant, de manière plus générale, le lien entre un *downsizing* et l'amélioration de la performance reste ambigu et les résultats des études ne semblent pas converger (De Meuse, Marks et Dai, 2009).

Pour autant, le désinvestissement est clairement une réponse au jugement porté sur la performance de la firme (Haynes, Thompson et Wright, 2003). Il apparaît à cet égard que la dégradation des performances conditionne les stratégies de ré-allocations des ressources et plus précisément d'un désin-

vestissement (Duhaime et Grant, 1984 ; Moliterno et Wiersema, 2007). Dès lors, le risque de défaillance, associé à une dégradation des performances via des indicateurs classiques de performance, de solvabilité, de liquidité (Balcaen et Ooghe, 2006), peut alors également, être vu au travers de la peur de la défaillance, comme le facteur déclencheur d'une stratégie de désinvestissement (Morgan et Sisk, 2016).

1.3. LE DÉSINVESTISSEMENT VS L'INVESTISSEMENT COMME RÉACTION À LA PERCEPTION D'UN RISQUE DE DÉFAILLANCE

L'action de désinvestir semble reposer sur un choix rationnel avec pour objectif un recentrage sur le cœur de métier de l'entreprise. Le désinvestissement permet ainsi d'amener une entreprise à la fermeture en douceur, par une cession progressive d'actifs, en conservant un capital (financier, social ...) pour des activités futures (Hessels et al., 2011). Si la faillite est réelle et imminente, l'objectif est même parfois de se désengager au plus tôt et de ne pas la retarder, enfin de ne pas accroître les pertes potentielles liées à cette disparition (Shepherd, Wiklund et Haynie, 2009). Tangpong, Abebe et Li (2015), montrent ainsi que les dirigeants réagissant rapidement à des signaux de risque de défaillance, ont une plus forte probabilité d'éviter la disparition de leur entreprise que les dirigeants réagissant plus tardivement. La réaction face à une situation financière dégradée se concrétise par un *downsizing*, une réduction des dépenses, une vente d'actifs ou une diminution de la diversification par la cession d'activité. L'objectif de l'entreprise est de pouvoir se réorienter ou se relancer après avoir atteint une nouvelle stabilité financière. A l'inverse, en l'absence de réaction rapide, l'entreprise est prise dans une spirale de dégradation de sa performance, entraînant une perte de son *slack* de ressources (George, 2005) ayant pour conséquence une nouvelle dégradation de sa performance, conduisant *in fine* à la faillite.

Pourtant, face à un risque de défaillance, certains propriétaires-dirigeants adoptent la démarche inverse en maintenant des investissements engagés ou en initiant de nouveaux investissements, notamment en cas de risque perçu faible. Ces décisions de gestion peuvent s'expliquer par une logique d'escalade de l'engagement, souvent remarquée en sciences de gestion (Ross et Staw, 1993 ; Sydow et al., 2009). Shepherd et al. (2009) expliquent cette escalade par trois éléments : la justification

d'actions passées et la certitude que la défaillance peut être évitée, la volonté de ne pas « gaspiller » les ressources déjà allouées et enfin la préférence pour un risque plus élevé encore incertain à un risque moindre mais immédiat. Morgan et Sisak (2016) expliquent le maintien des investissements ou le surinvestissement en contexte de risque de défaillance par la peur motivant un sacrifice supplémentaire afin d'éviter un risque de défaillance. La poursuite de l'activité, le maintien de l'engagement du dirigeant, le développement de nouveaux investissements, permettent de justifier et de conforter les décisions prises antérieurement. La persistance d'investissements constatée à travers des études empiriques dans des entreprises « underperforming » s'inscrit dans la même logique (Gimeno et al., 1997).

Il est donc possible de distinguer deux attitudes face à un risque de défaillance perçu : le maintien de l'activité dans une optique de survie afin d'éviter la défaillance qui effraie, ou un retrait d'activité face au constat d'une défaillance imminente. Ces deux attitudes entraînent des décisions de gestion différentes, notamment en termes d'investissement. Cette divergence justifie notre question de recherche. *Les PME qui perçoivent un risque de faillite procèdent-elles à des désinvestissements ? Existe-t-il un effet spécifique de ce sentiment qui ne soit pas réductible à la dégradation de la situation comptable et financière ?*

2. METHODE

2.1. ECHANTILLON ET VARIABLES

L'échantillon est composé de 501 observations récoltées auprès de TPE/PME¹ de la Région Rhône-Alpes (devenue Auvergne-Rhône-Alpes en 2014), comprenant moins de 250 salariés. Ces entreprises ont été contactées par un questionnaire que devait remplir le dirigeant. Les données financières ont été obtenues via la base de données DIANE. Le questionnaire a été administré en 2013 préci-

¹ Dispositif de Diagnostic Général du PLAN PME de la région Rhône-Alpes construit par le laboratoire COACTIS comprenant 139 questions et 900 variables sur les pratiques managériales et la croissance des PME.

sant que la période d'étude portant sur les choix stratégiques et les événements des trois dernières années, soit sur la période 2010-2013.

2.1.1. Variables dépendantes

Le désinvestissement a été approché par le biais d'une variable continue et quatre variables dichotomiques. La première variable, [VarImmo], représente le taux de variation des immobilisations de l'entreprise. La plupart des études sur le désinvestissement portant sur de grandes structures, le désinvestissement en termes quantitatifs est vu principalement au travers de la cession d'actifs, entendu comme des unités vendues à des tiers (e.g. Haynes, Thompson et Wright 2003). En contexte TPE/PME, l'activité étant de fait, dans un périmètre plus restreint nous faisons le choix de suivre la variation des immobilisations. Les immobilisations sont en effet la partie stable des actifs sur laquelle portent les décisions d'investissement ou de désinvestissement. Par conséquent, la variation à la hausse ou à la baisse de ce taux fournit un indicateur pertinent des décisions stratégiques de l'entreprise en matière de croissance ou de réduction d'échelle.

La variable [Desinvsal] représente la diminution éventuelle du nombre de salariés sur la période, prenant la valeur 1 si le nombre de salariés a été réduit, 0 autrement. La variable [Desinvprod] représente la réduction éventuelle des capacités de production (1 oui, 0 non). Enfin, [Desinvclient] correspond à l'abandon éventuelle d'une catégorie de clients (1, oui, 0, non) tandis que [Desinvpdt] désigne l'abandon éventuel d'une catégorie de produits (1, oui, 0, non).

Le risque de faillite a été approché par une variable dichotomique en réponse à la question de savoir si, au cours des trois dernières années, l'entreprise avait eu à faire face à un risque de « faillite » (1, oui, 0 non). La variable du risque de faillite est donc clairement perceptuelle. A des fins de contrôle, nous avons adjoint à la mesure du risque de faillite une mesure objective afin d'estimer la pertinence de la perception du risque. Nous avons ainsi relevé, sur la base de données DIANE, les entreprises qui, en 2014, avaient réellement fait l'objet d'une procédure collective mais qui, à ce moment-là, existaient encore. Le nombre de 37 procédures ouvertes s'est avéré trop faible pour mener des tests spécifiques sur cette sous-population. Néanmoins, nous l'utilisons pour renforcer la fiabilité des tests principaux. On notera que le terme de faillite, s'il est techniquement impropre, nous semble refléter au mieux le phénomène étudié. La multiplication des termes techniques du fait de la modifica-

tion du code de commerce (sauvegarde, sauvegarde financière accélérée, redressement, liquidation judiciaires) de même que les appellations plus générales (entreprises en difficulté, défaillance, dépôt de bilan) ne sont que partiellement passés dans le langage des entrepreneurs. De sorte que le terme de « faillite » véhicule encore le mieux l'idée de défaillance (Shepherd, 2003).

2.1.2. Variables explicatives

Dans les études sur la défaillance, les indicateurs retenus sont le fruit d'une sélection empirique, à travers une longue liste de variables initiales (Balcaen et Ooghe, 2006), sans qu'une théorie unificatrice ne puisse justifier le choix de telle ou telle variable (Scott, 1981). Notre étude portant sur les effets de la défaillance, nous faisons le choix de retenir trois indicateurs susceptibles de relever des symptômes, à savoir deux indicateurs à court terme et un indicateur à moyen terme.

[Txmb_{t-1}] désigne le taux de marge brute d'exploitation de l'entreprise en 2009, soit à la période antérieure à celle étudiée afin, simultanément, de tenir compte d'un délai dans les effets d'une éventuelle dégradation de la profitabilité et de s'assurer du sens de la causalité entre les variables financières et la perception d'un risque de faillite. Cet indicateur peut nous permettre d'approcher un symptôme plus en amont du phénomène, en terme notamment de problèmes de management de l'entreprise.

[Cauxpropres_{t-1}] est le montant des capitaux propres, tel qu'il se dégage de la comptabilité, en 2009. Le montant des capitaux propres est un indicateur général de la santé de l'entreprise dans sa capacité à avoir, au cours de son histoire, créé de la valeur. De même, il représente le gage général des créanciers et donne une estimation de sa solvabilité finale de l'entreprise.

[Trésorerie_{t-1}] est la trésorerie nette de l'entreprise en 2009. Elle donne des indications sur la capacité d'investissement de l'entreprise. Plus encore, la trésorerie est un indicateur de l'actif disponible, dont l'insuffisance éventuelle est une des conditions légales de l'ouverture d'une procédure collective (article L631-1 du code de commerce). La surveillance de la trésorerie d'une entreprise est donc essentielle à la détection de difficultés.

Ces trois indicateurs relèvent des variables permettant de détecter des symptômes de la défaillance d'une entreprise et des difficultés financières déjà avérées. Ils sont souvent intégrés à la construction d'outils statistiques de prévision (Balcaen et Ooghe, 2006) et ont pour objectif de confirmer que le

risque de défaillance, en tant que variable perceptuelle, correspond à une réalité financière de l'entreprise, étant entendu qu'il ne s'agit en aucun cas de variables utilisées dans une optique de prédiction de défaillance.

[fondateur] est une variable dichotomique indiquant si le dirigeant actuel est l'un des fondateurs de l'entreprise. La plupart des études traitant de la peur en entrepreneuriat s'intéressent au propriétaire-dirigeant et en particulier au créateur (Cacciotti et Hayton, 2015), en lien avec la notion de serial-entrepreneur (Ucbasaran et al., 2010).

[agedir] est le logarithme naturel du temps au cours duquel le dirigeant en place a dirigé l'entreprise. Il s'agit d'une variable permettant d'approcher l'expérience du dirigeant en matière de gestion d'entreprise.

2.1.3 Variables de contrôles

Trois variables de contrôle ont été utilisées. Les variables [pdtseulement] et [servseulement] servent à désigner respectivement le fait que l'entreprise peut ne réaliser que des produits ou bien ne délivrer que des services (1, oui, 0 non). Les variables [marchecroiss] et [marchedecroiss] sont des variables dichotomiques et déclaratives sur le fait de savoir si le marché sur lequel intervient l'entreprise est plutôt en phase de croissance (1, oui, 0, non) ou en phase de décroissance (1, oui, 0, non).

2.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET CORRÉLATIONS

Le tableau 1 présente l'ensemble des statistiques et des corrélations entre variables. Les données attirent à ce stade l'attention sur deux points particuliers. En premier lieu, on observe des liens forts deux à deux entre les variables de désinvestissement. Le désinvestissement en termes de salariés est nettement lié à celui en termes de production. Symétriquement, le désinvestissement client est fortement lié à celui des produits. L'existence de ces couples peut être confirmée par une analyse factorielle, dont le détail n'est pas présenté ici, à l'issue de laquelle on constate que deux facteurs peuvent restituer 67 % de la variance des quatre variables.

En second lieu, le désinvestissement de production est très faiblement représenté. 2,8 % des entreprises seulement déclarent y avoir eu recours. La faiblesse de cette fréquence peut être interprétée comme le fait que les PME ne disposent en réalité pas de moyens qui leur permettraient de désinvestir sur leur production, sauf à se condamner. En toute hypothèse, cette observation renforce l'intérêt de recourir à une variable synthétique de désinvestissement incluant celui des salariés et de la production. Est donc de créer une variable [Desinvress] qui représente le désinvestissement de l'entreprise au niveau de ses ressources au cours de la période considérée. Elle prend la valeur 1 si un désinvestissement en termes de salariés ou bien en termes de production est constaté. De même, la variable [Desinvmkt] correspond à un désinvestissement, cette fois en termes de marché. Elle prend la valeur 1 si un désinvestissement client ou un désinvestissement produit est constaté sur la période.

Tableau 1 – Les corrélations bivariées (n=501)

	Moy	VarImmo	Désinv sal	Désinv prod	Desinv client	Desinv pdt	Fail lite	Proc- coll	Txmb _{t-1}	Cauxpropres _{t-1}	Trésorerie _{t-1}	fondateur	agedir	pdtseul	servseul	marche- croiss
VarImmo	.33															
Desinvsal	.172	-0.087*														
Desinvprod	.028	-0.086	.291***													
Desinvclient	.253	-0.041	.083	-.021												
Desinvpdt	.324	-0.007	.058	.054	.394***											
Faillite	.186	-0.087*	.198***	.006	0.129**	0.047										
Proccoll	.049	0.006	.175***	.066	0.028	0.029	0.343***									
Txmb _{t-1}	-.853	0.036	-.003	.000	-.037	-.091*	-.132**	-.018								
Cauxpropres _{t-1}	.764	-0.097*	-.081	.016	-.049	-.015	-.151***	-.090*	-.061							
Trésorerie _{t-1}	.259	-0.036	.051	-.041	-.022	-.008	-.155***	-.079	-.153***	.350***						
Fondateur	.552	0.151**	-.150***	-.033	-.060	.047	.003	.028	-.053	-.285***	-.116**					
Agedir	2.32	-0.003	.028	-.036	.029	.031	.000	.032	-.011	-.061	-.016	.283***				
Pdtseul	.289	-0.072	.066	-.009	-.004	.006	.020	.067	-.047	.203***	.067	-.208***	.075			
Servseul	.153	0.016	-.052	.084*	-.002	-.029	.015	-.073	.034	-.144**	-.038	.164***	-.057	-.275***		
Marchecroiss	.376	0.104*	-.146**	-.086*	-.040	.051	-.045	-.032	-.097*	-.130**	-.073	.195***	-.029	-.066	.045	
Marchede- croiss	.191	-0.050	.265***	.090*	-.023	.014	.042	.022	.025	-.037	.017	-.125**	-.032	.013	.020	-.379***

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

3. MODÈLES ET RESULTATS

Les modèles ont été bâtis selon une logique « enchâssée », telle qu'elle prévaut dans la technique des *treatment effect models*. L'objectif est d'estimer l'influence propre d'un sentiment de risque de faillite. A cette fin, une première intuition serait de comparer les situations où le risque de faillite a été ressenti avec celles d'où il a été absent. Cependant, cette approche présente une difficulté dans la mesure où il existe des raisons fortes de supposer que le risque de faillite perçu est endogène. Ce risque est en effet théoriquement dépendant de variables financières. Dans ces conditions, il existe une possibilité que les conséquences observées ne soient pas dues en propre au risque de faillite mais plutôt aux facteurs qui expliquent le risque de faillite lui-même. Pour surmonter cette difficulté, nous avons eu recours au *treatment effects models*. Ces types de modèles sont couramment utilisés lorsqu'on suspecte qu'un traitement n'a pas été administré aléatoirement. Dans ce cas de figure, il est risqué de comparer les individus soumis au traitement et ceux qui ne le sont pas, car ils ne partagent pas les mêmes caractéristiques. Il faudrait en réalité comparer un même individu dans deux situations (avec traitement et sans), ce qui est matériellement impossible. Les modèles *treatment effects* proposent de faire face à la difficulté posée par les contrefactuels. Ils consistent, dans un premier temps, à construire un modèle de la variable qui joue le rôle de « traitement », c'est-à-dire celle dont on essaie d'identifier le caractère discriminant. Dans un second temps, deux nouveaux modèles sont établis avec la variable de « traitement » pour déterminer son influence avec l'aide d'estimateurs spécifiques pour corriger son endogénéité.

Conformément à cette logique, le modèle 1 est un modèle logit consistant à estimer la probabilité de percevoir ou non un risque de faillite. Le tableau 2 présente le modèle estimé. Il convient d'observer que les variables financières sont fortement significatives. Ces résultats rejoignent ceux classiquement obtenus en la matière. Des états financiers dégradés sont un avant-signe fort du risque de faillite.

Tableau 2 – Logit sur le risque de faillite (n=501)

	Modèle 1
	Risque de faillite
	Coeff(st. err)
Txmb _{t-1}	-.008(.003)**
Cauxpropres _{t-1}	-.000(.000)**
Trésorerie _{t-1}	-.001(.000)***
pdtsseulement	.037(.329)
servseulement	.230(.280)
marchecroiss	-.510(.276)
marchedecroiss	-.054(.310)
Constante	-.806(.239)***
R	-223.96***

* p < 0.05

** p < 0.01

*** p < 0.001

Ce logit est alors utilisé dans le cadre d'un modèle avec effet de traitement. En l'occurrence, nous avons utilisé les estimateurs ipwra (*inverse-probability weighting* et *regression-adjustment*) qui semblent ceux susceptibles de donner les résultats les plus stables (StataCorp, 2013). Par ailleurs, afin de tenir compte d'une influence différente du sentiment de faillite selon que la procédure collective a été réelle ou imaginaire, nous avons estimé des probits avec hétéroscédasticité sur les trois variables de désinvestissement, à savoir [VarImmo] [Desinvress] et [Desinvmt]. Pour chacune des variables à expliquer, deux modèles sont présentés. L'un (POM0, *potential outcome model 0*), estime la variable dépendante en l'absence de risque de faillite tandis que l'autre (POM1) estime la même variable lorsque le risque de faillite est perçu comme s'étant présenté sur la période. L'effet du risque de faillite est alors estimé sur le fondement de ces deux modèles. Pour chacun des modèles, nous avons intégré des variables relatives à la période considérée et susceptibles d'influencer le désinvestissement. Outre, le risque de faillite lui-même, l'attractivité du marché sur la période est un élément susceptible d'expliquer un désinvestissement potentiel ([marchecroiss] et [marchedecroiss]).

Par la suite, les modèles 2 et 3, présentés dans le tableau 3, consistent à estimer l'impact d'un risque de faillite perçu sur la variation des immobilisations afin de pouvoir détecter un éventuel effet de désinvestissement ou de surinvestissement. Le modèle 2 teste directement l'effet d'un risque de faillite perçu sur le taux de variation des immobilisations durant la période étudiée, soit 2010-2013. Ensuite, afin de repérer un éventuel désinvestissement d'actif, nous avons appliqué une technique similaire à celle de Durand et Vergne (2015). Nous avons codé les variations négatives d'actif de plus de 5 % en nous assurant que les résultats n'étaient pas modifiés pour des seuils supérieurs (10, 20, 30). Le modèle 3 teste ainsi, par le biais d'un probit inclus dans un *treatment effect*, l'impact du risque de faillite sur une diminution donnée (en l'occurrence 5%) du montant des actifs considérés.

Tableau 3 – Effets du risque de faillite sur la variation des immobilisations

		Modèle 2	Modèle 3
		Modèle linéaire VarImmo	Probit diminution de 5 %
Variables		Coeff(Std err.)	Coeff(Std err.)
ATE (faillite)		-.214(.102)*	.081(.057)
OME0	fondateur	.300(.134)	-.051(.177)
	dureefonctions	-.020(.075)	-.003(.104)
	marchecroiss	.054(.155)	.095(.193)
	marchedecroiss	-.011(.143)	.069(.177)
	const	.201(.169)	-.398(.228)
OME1	fondateur	.129(.118)	.228(.269)
	dureefonctions	-.124(.081)	.269(.189)
	marchecroiss	.182(.171)	-.557(.402)
	marchedecroiss	-.003(.080)	-.429(.348)
	const	.275(.224)	-.302(.342)

* $p < 0.05$

** $p < 0.01$

*** $p < 0.001$

Il ressort que le risque de faillite perçu a une influence significative et négative, bien que modérée, sur le taux de variation des immobilisations ($b = -.214$, $p < 0,05$). Il convient d'en déduire qu'aucun effet

de surinvestissement n'est perceptible. Dans le même temps, aucun effet n'est perceptible sur une diminution des actifs qui serait supérieure à 5 %. C'est pourquoi, le risque de faillite, s'il agit négativement sur le taux de variation des immobilisations, ne peut être néanmoins perçu comme motivant un désinvestissement substantiel en termes d'actifs.

L'effet de la faillite sur le désinvestissement en ressources est présenté dans le tableau 4. Il ressort que la perception d'un risque de faillite a un effet positif sur le désinvestissement ($b = .151, p < 0,01$). Il convient d'observer à cette occasion que les fondateurs paraissent s'engager moins volontairement que les autres dans des démarches de désinvestissement, du moins lorsque l'entreprise n'est pas dans le cas d'un risque de faillite ($b_0 = -.901, p < 0,01$). De même, les perspectives négatives en termes de marché favorisent le désinvestissement, qu'un risque de faillite soit perçu ou non ($b_0 = 1.620, p < 0,001$ et $b_1 = -1.585, p < 0,01$).

Tableau 4 – Effets du risque de faillite sur le désinvestissement en ressources et le désinvestissement en marché

		Modèle 4	Modèle 5
Variables		Coeff(Std err.)	Coeff(Std err.)
ATE (faillite)		.151(.051)**	.043(.068)
OME0	fondateur	-.901(.313)**	.331(.261)
	dureefonctions	.206(.202)	.053(.144)
	marchecroiss	.007(.398)	.476(.289)
	marchedecroiss	1.620(.354)***	.150(.286)
	const	-2.413(.552)***	-.877(.332)
OME1	fondateur	-.498(.671)	.714(.358)
	dureefonctions	.876(.583)	-.639(.251)
	marchecroiss	.064(.863)	.251(.680)
	marchedecroiss	1.585(.752)*	-.471(.663)
	Const	-3.163(1.608)*	.900(.950)

* $p < 0.05$

** $p < 0.01$

*** $p < 0.001$

Enfin, le modèle 5 sert à estimer l'impact du risque de faillite sur le désinvestissement en termes de marché. On remarque qu'il n'a aucun effet significatif. Par ailleurs, le modèle se caractérise par une absence de variable ayant un effet direct sur le désinvestissement. Il convient donc de noter, à cet

égard, que l'utilisation des *treatment effects* s'avère pertinente puisque la seule lecture de la matrice de corrélations pouvait laisser penser à une influence.

4. DISCUSSION

L'objectif de cet article était d'offrir une étude exploratoire des réactions des PME dans le cas où elles perçoivent un risque de faillite. La littérature antérieure soulignait à cet égard des pressions contradictoires. D'un côté, l'échec d'une stratégie doit rationnellement conduire à des choix de désinvestissement. Les approches d'inspiration financières poussent cette logique en observant comment les entreprises vendent les domaines d'activité stratégique peu performants pour se recentrer. Dans le même temps, les théories organisationnelles soulignent la tendance à persévérer dans un choix, même s'il aboutit à des résultats identifiés comme décevants. Grâce à un échantillon de 501 entreprises, nous avons pu observer si les entreprises percevant un risque de faillite désinvestissaient. Distinguant variation des immobilisations, désinvestissement de marché et désinvestissement en ressources, nous relierons ces variables au risque d'une faillite perçue par les dirigeants. Nos résultats montrent qu'en présence d'un risque de faillite, les entreprises ne tendent pas à investir en termes d'immobilisations. Elles ont même tendance à désinvestir en ressources, principalement sur les ressources humaines. En revanche aucun effet du risque de faillite n'est observé sur le désinvestissement en termes de marché. En tant que tels, ces résultats contribuent à la littérature existante sur trois points qu'ils convient de souligner.

Premièrement, ils confirment la pertinence des théories du choix rationnel en matière de désinvestissement, y compris pour les PME, lorsqu'une situation critique est identifiée. L'absence d'augmentation des immobilisations contraste avec la littérature prédisant un maintien de l'investissement ou un surinvestissement en cas de peur de défaillance (Shepherd, Wiklund et Haynie, 2009 ; Morgan et Sisak, 2016). Un désinvestissement portant sur les ressources humaines est même observé. Toutefois, dans la mesure où, dans notre cas, aucun désinvestissement de type marché n'est observé, les théories de la persistance ne sont pas pleinement contredites par nos données. Ce constat appelle deux remarques corrélatives. D'une part, le contexte de PME explique vraisemblablement nos résultats par le rationnement du crédit qu'il implique, la PME ayant un accès plus restreint aux ressources financières qu'une grande entreprise, (Hutchinson et Ray, 1986 ; Saint-Pierre, 1999). Les petites

entreprises avec des états financiers dégradés trouveront peu d'établissements qui acceptent de financer leurs projets. A la différence des grandes, elles ne pourront accroître leur endettement, ce qui limite la possibilité de stratégies de persistance ou d'escalade. Les dirigeants réagissent probablement au risque de défaillance en anticipant également les réactions des parties prenantes. D'autre part, il faut sans doute tenir compte de l'horizon temporel de l'étude (3 ans). Le risque de faillite qui s'y révèle ne peut être retracé au-delà, ce qui n'exclut pas des investissements hasardeux pour des époques plus anciennes.

Deuxièmement, les résultats soulignent des contrastes dans le recours au désinvestissement. Seul le désinvestissement en termes de ressources, et plus particulièrement de salariés, semble être influencé par le risque de faillite. Y compris pour les PME, les ressources humaines restent une variable essentielle d'ajustement en cas de difficulté. Le manque de réussite est à l'évidence un facteur déclencheur d'un changement dans la gestion des ressources (Zahra, Sapienza, et Davidsson, 2006). Or, selon Tangpong et al. (2015), il n'existe pas de lien entre les licenciements opérés par une entreprise et sa probabilité de redressement. Cette voie reste donc à explorer dans une recherche future, afin de mieux comprendre une réaction qui semble ne pas permettre une amélioration de la santé de l'entreprise. Le désinvestissement en termes de marché, quant à lui, ne paraît pas lié au risque de faillite. Une explication plausible est que ce type de désinvestissement est utilisé pour libérer et réallouer des ressources. Dans ce cas de figure, le désinvestissement n'est pas seulement une réaction potentielle à des résultats décevants ; il peut résulter de la perception de nouvelles opportunités ou de la possibilité de coûts de production plus bas (Berry, 2010). Les entreprises qui désinvestissent dans des produits ou des clients ne se recentrent pas nécessairement mais peuvent développer de nouveaux marchés ou modèles de production. Les PME appliqueraient ici leur capacité à mobiliser des ressources et à les transférer sur des activités plus rentables (Moliterno et Wiersema, 2007).

Troisièmement, notre recherche souligne l'existence d'une spécificité du risque de faillite. Cet effet ne se réduit pas à celui des indicateurs financiers dégradés. L'échec d'une entreprise est en effet porteur d'émotions négatives, voire de souffrances (Jenkins et al., 2014). L'impression qu'un risque de faillite se dessine est donc susceptible de déclencher des désinvestissements et officialise le caractère insuffisant de la performance de l'organisation. Pour cette raison, l'appréciation du risque de faillite, ou même des procédures collectives, doit gagner une place propre dans la littérature en stratégie et en-

trepreneuriat. Les recherches antérieures tendent à considérer les questions de performance selon un continuum en ignorant les tournants ou les ruptures susceptibles d'intervenir. Le risque de faillite constitue l'un d'eux. De même, elle tend à considérer l'idée de faillite comme la fin de toute chose, l'après-faillite n'étant envisagée que pour déterminer si les entrepreneurs sont capables de lancer de nouvelles entreprises ou s'ils ont appris de leurs erreurs. En réalité, le spectre de ce qu'on peut appeler « faillite » est plus large que la simple disparition de l'entreprise à laquelle seul survivrait l'entrepreneur. Il y a, comme dans la présente étude, le risque perçu, qui est susceptible d'avoir un impact stratégique, agissant comme un facteur révélateur (McGrath, 1995) permettant de changer des routines face à une performance trop faible (Moliterno et Wiersema, 2007) et de réaffecter des ressources (Zahra, Sapienza, et Davidsson, 2006). Tangpong, Abebe et Li (2015) mettent aussi l'accent sur l'intérêt d'une réaction précoce à des signaux de déclin, impactant la probabilité de survie de l'entreprise.

Limitations et voies de recherche

La présente recherche avait une visée clairement exploratoire. Nous avons opté pour un découpage simple des stratégies de désinvestissement. Des recherches futures pourraient assurément concevoir des variables plus fines, au besoin composites, des stratégies de désinvestissement qui pourraient correspondre à une idée générale de réduction d'échelle (*downsize*). Cela permettrait notamment de gommer « l'effet taille » dans la réaction de désinvestissement. En effet une TPE/PME percevant un risque de défaillance ne dispose pas automatiquement d'une marge de manœuvre lui permettant de mettre en place une stratégie de désinvestissement conséquente. Il conviendrait donc de prendre en compte la taille initiale de l'entreprise en termes d'actif immobilisé et de ressources, ainsi que sa stratégie initiale (internationalisation, innovation) afin de voir si ces activités sont maintenues.

De même, la taille de l'échantillon gagne à être augmentée. La proportion d'entreprises ayant réellement connu une procédure collective était trop faible pour que nous puissions mener des analyses fiables. Augmenter le nombre d'observations permettrait d'atteindre une taille acceptable pour le sous-échantillon des entreprises en difficulté. Ce sous-échantillon comparé au sous-échantillon d'entreprises « survivantes » permettrait alors de savoir quelles sont les réactions permettant d'éviter

la disparition en contexte TPE/PME et ainsi de mieux comprendre les caractéristiques des entreprises finalement confrontées à une procédure collective, réaction trop tardive ou stratégie de réduction trop limitée, dans la logique de Tangpong, Abebe et Li (2015).

Un échantillon plus conséquent permettrait également de prendre en compte les objectifs stratégiques affichés initialement par le dirigeant et de distinguer les entreprises sous-performantes qui parviennent à survivre au sens de Khelil (2016).

Enfin, il conviendrait de tenir compte de la structure du capital. On peut en effet estimer que la présence de sociétés spécialisées dans le financement d'entreprise altérerait les perceptions du dirigeant. Le sentiment d'un risque pourrait, dans ce cas, être perçu plus tôt et être traité différemment que par un dirigeant isolé. Plus largement, la prise en compte des parties prenantes et de leur rôle pourrait également être intégrée à l'analyse.

Les limites citées sont autant de voies de recherche à explorer à partir d'un échantillon plus large permettant d'affiner l'analyse par secteur d'activité, par taille (chiffre d'affaires, effectifs), par caractéristiques du dirigeant ou bien encore par orientation stratégique.

RÉFÉRENCES

- Altman, E. I. (1968), Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, 23 : 4, 589-609.
- Argenti J. (1976), *Corporate Collapse: the Causes and Symptoms*, London, Mc Graw Hill Company Ltd.
- Balcaen, S. et H. Ooghe (2006), 35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems, *British Accounting Review*, 38 : 1, 63-93.
- Bergh, D. D. (1997), Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions, *Strategic Management Journal*, 18 : 9, 715-31.
- Berry H. (2010), Why Do Firms Divest?, *Organization Science*, 21 : 2, 380-96.
- Blazy R. et J. Combier (1998), *Les défaillances d'entreprises*. Paris: Presses Universitaires de France - PUF.
- Byrne O. et D. A. Shepherd (2015), Different strokes for different folks: entrepreneurial narratives of emotion, cognition, and making sense of business failure, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 39 : 2, 375-405.
- Cacciotti G. et J. Hayton (2015), Fear and entrepreneurship: a review and research agenda, *International Journal of Management Reviews*, 17 : 2, 165-90.
- Carter R. et H. Van Auken (2006), Small Firm Bankruptcy, *Journal of Small Business Management*, 44 : 4, 493-512.
- Julien P. A. (1994), *Les PME*: bilan et perspectives, Paris, Economica.
- Cope J. (2011), Entrepreneurial learning from failure: An interpretative phenomenological analysis, *Journal of Business Venturing*, 26, 604-23.
- D'Aveni R. A. et I. C. McMillan (1990), Crisis and the Content of Managerial Communications: A Study of the Focus of Attention of Top Managers in Surviving and Failing Firms, *Administrative Science Quarterly*, 35 : 4, 634-657.
- De Meuse K. P., M. L. Marks et G. Dai (2009), Organizational downsizing, mergers and acquisitions, and strategic alliances: using theory and research to enhance practice, in *American Psychological Association Handbook of Industrial and Organizational Psychology*, Zedeck.
- Digman J.M (1990), Personality Structure : Emergence of the Five-Factor Model, *Annual Review of Psychology*, 41, 417-440.
- Dranikoff, L., T. Koller et A. Schneider (2002), Divestiture: strategy's missing link, *Harvard Business Review*, 80 : 5, 74-83.
- Duhaime I. M. et J. H. Grant (1984), Factors Influencing Divestment Decision-making: Evidence from a Field Study, *Strategic Management Journal*, 5, 301-318.
- Durand R. (2003), *Guide de management stratégique*: 99 concepts clés. Paris: Dunod.

- Durand R. et J. P. Vergne (2015), Asset divestment as a response to media attacks in stigmatized industries, *Strategic Management Journal*, 36 : 8, 1205-23.
- Eggers, J. P. et L. Song (2015), Dealing with failure: serial entrepreneurs and the costs of changing industries between ventures, *Academy of Management Journal* 58 : 6, 1785-1803.
- George G. (2005), Slack resources and the performance of privately held firms, *Academy of Management Journal*, 48 : 4, 661-76.
- Gimeno J., T. B. Folta, A. Cooper et C. Y. Woo (1997), Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms, *Administrative Science Quarterly*, 42 : 4, 750-83.
- Haynes M., S. Thompson et M. Wright (2003), The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52 : 1, 147.
- Heinze I. (2013), Entrepreneur sense-making of business failure, *Small Enterprise Research*, 20 : 1, 21-39.
- Hessels J., I. Grilo, R. Thurik et P. Zwan (2011), Entrepreneurial exit and entrepreneurial engagement, *Journal of Evolutionary Economics*, 21 : 3, 447-71.
- Hutchinson, P. et G. Ray (1986), Surviving the financial stress of small enterprise growth, in *The Survival of the Small Firm. Vol 1: The Economics of Survival and Entrepreneurship*, Editions J. Curran, J. Stanworth, and D. Watkins, 53-71.
- Jenkins A., J. Wiklund et E. Brundin (2014), Individual responses to firm failure: Appraisals, grief, and the influence of prior failure experience, *Journal of Business Venturing*, 29, 17-33.
- Khelil N. (2016), The many faces of entrepreneurial failure: Insights from an empirical taxonomy, *Journal of Business Venturing*, 31 : 1, 72-94.
- McGrath R. G. (1995), Advantage from adversity: learning from disappointment in internal corporate ventures, *Journal of Business Venturing*, 10 : 2, 121-142.
- Moliterno T. P. et M. F. Wiersema (2007), Firm performance, rent appropriation, and the strategic resource divestment capability. *Strategic Management Journal*, 28 : 11, 1065-87.
- Morgan J. et D. Sisak (2016), Aspiring to succeed: A model of entrepreneurship and fear of failure, *Journal of Business Venturing*, 31 : 1, 1-21.
- Muñoz-Bullon F. et M. J. Sanchez-Bueno (2010), Downsizing implementation and financial performance, *Management Decision*, 48 : 8, 1181-97.
- Ooghe H. et S. De Prijcker (2008), Failure processes and causes of company bankruptcy: a typology, *Management Decision*, 46 : 2, 223-42.
- Ross J. et B. M. Staw (1993), Organizational Escalation and Exit: Lessons From the Shoreham Nuclear Power Plant, *Academy of Management Journal*, 36 : 4, 701-732.
- Scott J. (1981), The probability of bankruptcy, *Journal of Banking & Finance*, 5 : 3, 317-44.
- Shepherd D. A. (2003), Learning from business failure: propositions of grief recovery for the self-employed, *Academy of Management Review*, 28 : 2, 318-28.

- Shepherd D. A., J. Wiklund, et J. M. Haynie (2009), Moving forward: Balancing the financial and emotional costs of business failure, *Journal of Business Venturing*, 24 : 2, 134-48.
- Singh S., P. Corner et K. Pavlovick (2007), Coping with entrepreneurial failure, *Journal of Management & Organization*, 14 : 4, 331-44.
- StataCorp., (2013), *Stata Statistical Software: Release 13*, College Station, TX, StataCorp LP.
- Saint-Pierre J. (1999), *La gestion financière des PME : théories et pratiques*, PUQ.
- Sydow J., G. Schreyogg et J. Koch (2009), Organizational Path Dependence: Opening the Black Box, *Academy of Management Review*, 39 : 4, 689-709.
- Tangpong C., M. Abebe, et Z. Li (2015), A Temporal Approach to Retrenchment and Successful Turnaround in Declining Firms, *Journal of Management Studies*, 52 : 5, 647-77.
- Ucbasaran D., D. A. Shepherd, A. Lockett, et S. J. Lyon (2013), Life after business failure: the process and consequences of business failure for entrepreneurs, *Journal of Management*, 39 : 1, 163-202.
- Ucbasaran, D., P. Westhead, M. Wright et M. Flores (2010), The nature of entrepreneurial experience, business failure and comparative optimism, *Journal of Business Venturing*, 25, 541-55.
- Wennberg K. et D. R. DeTienne (2014), What do we really mean when we talk about 'exit'? A critical review of research on entrepreneurial exit, *International Small Business Journal*, 32 : 1, 4-16.
- Zahra S. A., H. J. Sapienza, et P. Davidsson (2006), Entrepreneurship and dynamic capabilities: a review, model and research agenda, *Journal of Management Studies*, 43 : 4, 917-55.
- Zhao H., S. E. Seibert et G. T. Lumpkin (2010), The Relationship of Personality to Entrepreneurial Intentions and Performance: A Meta-Analytic Review, *Journal of Management*, 36 : 2, 381-404.