

# **LE DÉSINVESTISSEMENT FACE AU RISQUE DE DÉFAILLANCE EN CONTEXTE PME. UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE.**

**Marc Fréchet**

**Univ Lyon, Université Jean Monnet de Saint-Etienne, COACTIS**

**Muriel Perez**

**Univ Lyon, Université Jean Monnet de Saint-Etienne, COACTIS**

**Sylvie Rouchon**

**Univ Lyon, Université Jean Monnet de Saint-Etienne, COACTIS**

## **Résumé :**

---

La littérature récente sur le désinvestissement s'attache à étudier ses effets sur la performance des entreprises. Le désinvestissement est ainsi vu comme un choix rationnel permettant une réallocation des ressources dans un but d'amélioration des performances. Or, les résultats de ces études sont mitigés et le désinvestissement ne semble pas systématiquement synonyme de performances améliorées. Parallèlement, les travaux sur les causes de ce désinvestissement sont rares et se bornent à mettre en avant le déclin des performances et le risque de faillite encouru. Nous proposons en conséquence de mener une étude exploratoire des facteurs favorisant le désinvestissement dans des PME françaises. Nous développons une série d'hypothèses à partir d'une approche en termes de ressources et d'inertie décisionnelle en distinguant le désinvestissement en personnel et en immobilisations. Nous montrons que la brutalité de la dégradation de la situation a clairement un impact, plus nettement perceptible pour le désinvestissement en personnel que sur celui en termes d'investissement. La volatilité du risque de défaillance dans le secteur est également un facteur accroissant la probabilité de désinvestissement. Symétriquement, l'appartenance à un secteur où la connaissance est importante diminue la probabilité de désinvestissement, notamment en personnel.

**Mots-clés :** Désinvestissement, Risque de défaillance, Performance

---

## INTRODUCTION

Le désinvestissement est un sujet d'attention majeur en stratégie, lequel est souvent porté au rang des préoccupations de l'entreprise par le contexte économique (De Dee et Vorhies, 1998 ; Mann et Byun, 2017). Recouvrant des réalités très différentes, le désinvestissement peut se manifester par des ventes d'actifs ou de filiales, des réductions d'effectifs, ou encore un recentrage sur le cœur d'activité de l'entreprise. S'agissant d'un choix lourd de conséquences, les chercheurs se sont particulièrement intéressés aux conditions dans lesquelles le désinvestissement était susceptible de créer de la valeur (Brauer et Laamane, 2014 ; Tangpong et al., 2015, Zorn et al., 2017). Il est en effet susceptible d'améliorer la performance dans la mesure où il dégage des ressources qui deviennent disponibles pour réaliser de nouveaux investissements (Haynes, Thompson et Wright, 2003). Il peut même permettre d'identifier de nouvelles opportunités (Berry, 2010), ceci tout particulièrement en présence d'un risque de défaillance (Rasheed, 2005, Powell et Yawson, 2012). Cependant, les travaux empiriques portant sur la relation entre la performance – entendue comme facteur déclencheur – et le désinvestissement comme réaction restent peu nombreux et ne permettent pas d'aboutir à des résultats consensuels (De Meuse, Marks et Dai, 2009). Un point d'interrogation particulièrement vif tient à ce que les causes du désinvestissement demeurent assez mal connues. En comparaison du nombre d'études traitant de son résultat, celles abordant spécifiquement les antécédents du désinvestissement demeurent au final peu nombreuses et anciennes (e.g. Duhaime et Grant, 1984, Budros, 1999). Elles permettent toutefois de distinguer les facteurs explicatifs exogènes et endogènes (Datta et al., 2010) et de voir que la performance ou la survie de l'entreprise apparaît comme un sujet d'attention particulier. Il s'ensuit que ses études amènent un débat sur le désinvestissement relativement privé de fondements solides et actuels quant aux origines du phénomène.

L'objectif du présent travail est de remédier à cette lacune. Nous nous proposons d'étudier les causes du désinvestissement dans les PME françaises. La fragilité des entreprises petites et moyennes les rendent particulièrement sensibles au besoin d'actions correctives et, le cas échéant, à l'abandon de certains projets qui risqueraient de conduire à la ruine de

l'organisation. Pour cette raison, notre étude se concentre sur les difficultés financières de l'entreprise, appréhendées par le risque de défaillance, en ce qu'elles augmentent la probabilité de désinvestissement. Nous distinguons à cette fin le désinvestissement en termes de personnel et celui en termes d'immobilisations, pour aboutir à une représentation plus complète de la manière dont les entreprises reconfigurent leurs ressources. Sur cette base, nous mobilisons deux perspectives théoriques afin d'anticiper le sens des relations entre variables. D'une part, une perspective en termes d'inertie décisionnelle permet de mettre l'accent sur la difficulté du dirigeant à prendre la décision de désinvestir. Nous en déduisons que certains facteurs, telle la brutalité de la dégradation de la situation, ou encore l'état du secteur, peuvent être de nature à surmonter ces barrières dans le choix du désinvestissement. D'autre part, l'approche fondée sur les ressources constitue un autre aspect des difficultés à désinvestir. Si une entreprise fonde notamment son avantage concurrentiel sur des actifs valorisables et faiblement substituables, il peut s'avérer particulièrement délicat de procéder à une reconfiguration, en situation risquée, sans aggraver encore davantage le risque encouru par l'entreprise.

Nous testons nos hypothèses sur un échantillon de PME issues de la région Auvergne-Rhône-Alpes. Les résultats confirment pour la plus large part les hypothèses en faisant ressortir un contraste marqué entre les désinvestissements en termes de personnel et d'immobilisations. En particulier, alors que le désinvestissement en termes d'immobilisations est le plus fréquent, c'est celui en termes de personnel qui paraît le plus sensible aux variables mobilisées.

La suite de l'article est divisée en quatre parties. Dans une première, nous effectuons une revue de la littérature afin de conduire à la formulation d'hypothèses exploratoires. Dans une deuxième partie, nous présentons la méthode utilisée et les analyses descriptives. La troisième partie est consacrée à la présentation des résultats. Enfin, dans une quatrième partie, nous discutons les résultats obtenus ainsi que leurs implications au regard de la littérature antérieure.

## 1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

### 1.1. LA NOTION DE DÉSINVESTISSEMENT

Le désinvestissement consiste en une réduction d'activité, un recentrage de l'entreprise sur son cœur de métier. Il peut prendre plusieurs formes et se traduire dans les faits par des ventes de filiales (Powell et Yawson, 2012), des diminutions d'actifs (Dominic et al., 2013) et le plus souvent par des réductions d'effectifs (e.g. Datta et al., 2010). Cette diversité des modalités s'accompagne d'une variété d'appellations parmi lesquelles *divestment* (Berry, 2010), *retrenchment* (Tangpong et al, 2015) ou encore *downsizing* (Budros, 1999). En ce sens, la richesse des appellations et des thèmes touchant au désinvestissement le fait apparaître comme une pratique managériale désormais courante, a fortiori en contexte économique difficile (Magan-Diaz et Cespedes-Lorente, 2012).

Deux modalités de ce désinvestissement doivent en l'occurrence retenir l'attention. D'une part, le désinvestissement en salariés, qui, au regard de ses conséquences économiques, semble faire l'objet du plus grand nombre d'études (Datta et al., 2010). D'autre part, le désinvestissement en actifs, vu au travers des immobilisations également mobilisé régulièrement (Morrow et al., 2004 ; Denis et Shome, 2005). Ces deux types de réduction d'activité ont l'intérêt, en contexte PME, de représenter des modalités élémentaires de la réduction d'activité. Ils témoignent également d'une situation inconfortable, dans la mesure où la PME vise fréquemment un objectif de croissance que les chercheurs mobilisent volontiers pour mesurer leur performance. A l'inverse, il serait difficile de transposer des notions de portefeuille d'activités à des entreprises de taille modeste.

Pour autant, comme dans les grandes entreprises, les origines et les mécanismes qui conduisent au désinvestissement demeurent mal connus. Bien plus souvent est explorée la relation entre un désinvestissement et ses conséquences sur la performance. Pourtant, les résultats de ces travaux montrent que ses effets sur l'amélioration de la performance restent ambigus (De Meuse, Marks et Dai, 2009). À titre d'exemple, Brauer et Laamanen (2014) montrent qu'une réduction d'effectifs conséquente aurait un effet positif sur la performance tandis qu'une réduction moindre ne présenterait pas les mêmes avantages. Une réduction d'effectifs aurait un effet positif sur le niveau de performance des entreprises, mais seulement

sur des entreprises non cotées (Reynaud, 2012), cet effet ne se vérifiant pas sur les entreprises cotées. Le désinvestissement pourrait même parfois fragiliser l'entreprise et accroître sa probabilité de défaillance (Powel et Yawson, 2012). Compte tenu de ces résultats contradictoires, le manque de connaissance sur les facteurs conduisant au désinvestissement n'en apparaît que plus aigu. Mieux comprendre le phénomène de désinvestissement apparaît même comme un prérequis pour permettre de comprendre la création de valeur qui est susceptible d'en résulter. Pour cette raison, ***nous nous interrogeons sur les raisons qui poussent une entreprise à adopter une stratégie de désinvestissement, lequel est susceptible d'améliorer comme de dégrader sa situation.***

## 1.2. CADRE THÉORIQUE

Il n'existe pas de cadre conceptuel permettant d'appréhender dans sa globalité la notion de désinvestissement (Reynaud, 2012). Au gré des auteurs apparaissent les capacités dynamiques (Mann et Byun, 2017), les routines (Brauer et Laamanen, 2014), l'isomorphisme (Gimeno et al, 1997) et la théorie des ressources via la notion de slack (Zorn et al., 2017). Budros (1999) et Gandolfi (2014) ont tenté de proposer des références théoriques, mais sans faire consensus. Nous nous sommes en conséquence dotés d'un cadre théorique *ad hoc*. Deux principales perspectives ont été mobilisées : la resource-based view et une approche en termes d'inertie décisionnelle.

La *resource-based view* fait référence à l'importance des caractéristiques des ressources de la firme pour lui permettre d'atteindre un avantage concurrentiel soutenable. En particulier, il apparaît que les ressources doivent présenter des caractères de rareté, de faible mobilité et de faible substituabilité afin de permettre à l'entreprise d'être performante (Barney, 1991). Un point d'attention touche alors au caractère idiosyncratique des ressources (Schmidt et Keil, 2013). Une ressource peut non seulement générer de la valeur par ses seules caractéristiques, mais également par l'interaction qu'elle entretient avec d'autres ressources à disposition de l'entreprise. L'entreprise est alors en mesure de construire des capacités d'ordre supérieur, telles que des compétences ou des routines, qui dépendront d'un agencement plus ou moins complexe des ressources de base (Teece et al, 1997). Il en résulte qu'en matière de désinvestissement, le dirigeant se trouve confronté à un dilemme. Pour enrayer la dégradation

de la performance, il peut envisager de désinvestir et de se séparer d'une partie de ses ressources. Ce faisant, il sait qu'il peut prendre le risque de perdre une ressource valorisable. Le risque est d'autant plus important si les ressources entretiennent potentiellement des liens d'idiosyncrasie notamment au niveau du personnel (Chadwick, 2017). Dans ce type de situation, la perte de valeur sera supérieure à celle qui avait été envisagée et, dans le cas où les compétences centrales sont atteintes, le désinvestissement pourra davantage détruire de la valeur qu'il ne permettra d'en rétablir. Il en résulte un facteur de frein prévisible au désinvestissement toutes les fois que ce désinvestissement sera de nature à porter atteinte aux sources de l'avantage concurrentiel de l'entreprise. Il en sera notamment ainsi dans le cas où la détention de connaissances spécifiques s'avère cruciales pour l'entreprise, ce qu'un désinvestissement en termes de salariés risque d'endommager au premier chef.

Si l'approche par les ressources permet d'aborder la décision de désinvestissements de manière rationnelle, la *perspective d'inertie décisionnelle* renvoie à la dimension psychique, émotive et perceptuelle du dirigeant face à une décision de désinvestissement. Cette perspective n'est pas rattachée à un champ théorique unifié ; mais elle permet de rendre compte du fait que le dirigeant se trouve placé dans une situation décisionnelle potentiellement source de stress permettant d'expliquer en partie ses décisions. En effet, la réduction d'activité induite par le désinvestissement peut être vécue, par le dirigeant comme un échec et revêtir de ce fait des attributs négatifs (Jenkins et al., 2014). Elle le sera d'autant plus si le désinvestissement est perçu comme source de risque et se trouve susceptible d'aggraver le déclin des performances, voire de mener à une disparition de l'entreprise (Powell et Yawson, 2012). La crainte d'une disparition peut alors entraîner le dirigeant dans une spirale de l'engagement (Ross et Staw, 1993 ; Sydow et al., 2009) où, malgré les difficultés rencontrées, il ne désinvestira pas (Sheperd et al., 2009). Cette réaction non rationnelle peut trouver une explication dans les travaux sur la peur comme facteur d'inertie (Cacciotti et Hayton, 2015). Le dirigeant, souhaitant éviter la disparition de son entreprise persiste dans sa stratégie en raison d'une volonté de ne pas gaspiller les ressources déjà mobilisées (Sheperd et al., 2009), allant parfois jusqu'à engager une nouvelle stratégie d'investissement (Morgan et Sisak, 2016). Powell et Yawson (2012) vont dans le même sens et montrent que les entreprises en difficultés sont celles qui sont le moins prédisposées à

désinvestir alors même que cette restructuration pourrait leur permettre de survivre. Le dirigeant, dans ce type de situation anxiogène, va légitimer le désinvestissement en se référant aux pratiques du secteur (Gimeno, 1997).

### **1.3 HYPOTHÈSES DE RECHERCHE**

La performance initiale est souvent citée comme facteur explicatif potentiel à l'origine des décisions de désinvestissement (Duhaimé et Grant, 1984 ; Denis et Shome, 2005 ; Moliterno et Wieserma, 2007). Le désinvestissement semble, ainsi, être une réponse au jugement porté sur cette performance (Haynes, Thompson et Wright, 2003). Par conséquent, une hypothèse de base est que l'entreprise qui connaît une situation risquée sera davantage encline à procéder à un désinvestissement. Néanmoins, la manière dont un dirigeant va traiter une situation de risque n'est pas univoque, puisqu'elle est intrinsèquement liée à sa perception de la situation et à ses émotions (Jenkins, et al., 2014). Dans le cas de la gestion d'une petite entreprise, les difficultés de rebond qu'il peut anticiper en cas de défaillance, ou la croyance qu'une situation fortement obérée peut être finalement rétablie, peuvent conduire à une persistance de la stratégie antérieurement retenue. Ce phénomène de myopie et d'obstination explique alors que le dirigeant puisse se montrer réticent à procéder à une forme de désinvestissement. C'est seulement, si une information impossible à dénier lui parvient qu'il pourra modifier sa trajectoire stratégique et envisager le désinvestissement. Burdos (2002) parle ainsi de « Involuntary downsizing », situation où la décision de désinvestissement est prise sous la pression économique. On retrouve ainsi la notion de choc externe (Reynaud, 2012), parfois employée dans la littérature, pour expliquer la prise de décision d'un désinvestissement. La force d'une réalité aiguë apparaît comme un élément susceptible de générer une prise de conscience soudaine face à la précarité de la situation de l'entreprise. Le désinvestissement est alors mobilisé dans le cadre d'une stratégie clairement défensive (Gandolfi, 2014) dont l'optique est la survie de l'entreprise. Par conséquent, nous envisageons l'hypothèse que l'intensification du risque, sur un laps de temps court traduisant sa brutalité, est de nature à motiver une décision de désinvestissement.

**H1 : Plus l'aggravation du risque de défaillance est brutale, plus la probabilité de désinvestissement est importante.**

Outre la brutalité d'une dégradation de la situation, les caractéristiques sectorielles constituent également une pression pouvant conduire le dirigeant à adopter une stratégie de désinvestissement. Les réticences à désinvestir tiennent partiellement au risque d'opprobre que pense pouvoir subir le dirigeant, et plus généralement au signal qu'il est susceptible d'émettre à cette occasion. Une stratégie de désinvestissement s'interprète aisément comme un aveu d'échec susceptible de soulever des craintes (Cacciotti et al, 2014) et il peut être tentant de repousser la perspective d'un redressement afin d'éviter d'être identifié par la concurrence – et plus généralement l'environnement – comme une entreprise sous-performante. Néanmoins, ce type de raisonnement s'atténue dès lors que le secteur dans lequel l'entreprise évolue est identifié comme un secteur où le risque de défaillance est substantiel. Dans ce cas de figure, un désinvestissement a moins de chance d'être interprété comme une forme d'échec personnel et les craintes du dirigeant sont susceptibles de diminuer. Le dirigeant qui désinvestit ne fait alors que prendre une décision paraissant commandée par une conjoncture dégradée, selon une logique mimétique (Budros, 1999). La décision de désinvestissement paraît dès lors gagner en légitimité et se trouve en conséquence davantage susceptible de surmonter les réticences. Par conséquent, nous posons l'hypothèse que plus le risque de défaillance apparaît fort dans un secteur, plus une entreprise aura recours au désinvestissement. Le risque de défaillance s'entend alors non seulement du risque moyen, mais également de la dispersion ayant cours, ce qui nous conduit à poser les deux hypothèses suivantes.

**H2a : Plus le risque de défaillance est en moyenne important dans un secteur, plus la probabilité de désinvestissement est élevée.**

**H2b : Plus la dispersion du risque de défaillance est importante dans un secteur, plus la probabilité de désinvestissement est élevée.**

Le désinvestissement implique une perte de ressources. Le choix du dirigeant sera en conséquence tributaire de la valeur de ces ressources : il doit en effet, dans la mesure du pos-

sible, éviter de mettre en cause ce qui constitue le cœur de la création de valeur pour son entreprise (e.g. Barney, 1991 ; Schmidt et Keil, 2013). La perte de connaissance en est la situation la plus aboutie. Si une entreprise tire son avantage concurrentiel d'un accès à des connaissances uniques, il est légitime pour elle de rechercher des formes de désinvestissement qui ne mettent pas en péril la performance de ses processus. En d'autres termes, le désinvestissement en termes de personnel apparaît comme un second choix, d'autant qu'il peut affecter négativement la motivation ou le moral des salariés restant dans l'entreprise et par conséquent limiter voire annuler les effets attendus sur l'amélioration de la performance (Trahms, et al., 2013) A moins que l'entreprise ne dispose d'immobilisations particulièrement valorisables, elle devrait souhaiter en premier s'en séparer avant de considérer l'option d'une réduction du personnel. Ce type de considération paraît d'autant plus fondé en contexte de PME, où l'avantage comparatif des PME, en termes d'agilité, d'adaptabilité, et d'innovation organisationnelle repose fortement sur la constitution d'une base de connaissances fortes. De fait, les entreprises travaillant dans des secteurs où la connaissance est importante (knowledge intensive) sont supposées avoir moins recours au désinvestissement en salariés. Il sera, dans ce type de secteur, très difficile de remplacer un personnel hautement qualifié qui, de plus, pourrait conférer un avantage concurrentiel aux autres entreprises du secteur s'il était capté par elles. On formule donc l'hypothèse que le désinvestissement en personnel est moins probable dans les secteurs où la connaissance joue un rôle central et que les entreprises souhaiteront, dans ce cas-là, désinvestir prioritairement en immobilisations.

**H3 : L'appartenance à un secteur de connaissance intensive diminue la probabilité de désinvestir.**

## **2. MÉTHODOLOGIE**

### **2.1. ÉCHANTILLON ET VARIABLES**

Les données analysées portent sur des PME de la région qui correspond anciennement à la région Rhône-Alpes. Ont été retenues des entreprises permettant de

disposer de données comptables complètes sur les exercices 2005 à 2014 grâce à la base de données DIANE<sup>1</sup>. Au total, 66 523 entreprises ont répondu à ce critère sur un total de 182 000. Chaque entreprise pouvait être observée plusieurs fois au fil du temps, portant le nombre total d'observations à 301 792. Nous avons essayé de mener des analyses pour savoir si les données manquantes, qui avaient conduit à l'élimination d'entreprises, suivaient une structure particulière. Néanmoins, des tests de comparaison de moyenne (Chiffre d'affaires, nombre d'employés) ne nous ont pas permis de rejeter l'hypothèse d'une absence de biais de sélection. Il convient d'ajouter que la réduction de l'échantillon à 66 523 entreprises présentait un intérêt computationnel, rendant possible des traitements qui auraient été bien plus difficiles sur des échantillons plus importants.

### 2.1.1. Variables dépendantes

**Le désinvestissement en salariés et le désinvestissement en immobilisations.** Les deux variables de désinvestissement correspondent aux phénomènes à expliquer sous la forme de deux variables dichotomiques (1 pour le désinvestissement, 0 sinon). Le désinvestissement s'entend de la réduction substantielle, en personnel ou en actif, de l'entreprise. Il est habituellement repéré par une baisse suffisamment importante des postes de personnel ou d'actif pour qu'il ne s'agisse pas d'une variation fortuite. Les études abordant le phénomène dans de grandes entreprises proposent alors des seuils oscillant autour de 5 %. Néanmoins, ce type de seuil ne saurait être transposé avec succès dans le cadre des PME, où ce niveau de variation est courant et peut, dans certains cas, correspondre à des fluctuations conjoncturelles ou même à des procédures de rationalisation des coûts. Afin d'éliminer au mieux ce type d'éventualité, nous avons recherché à appliquer les taux de réduction les plus forts possibles sans que cette augmentation n'élimine la fréquence des désinvestissements. À l'issue d'une démarche exploratoire, nous avons retenu le seuil d'une réduction de 20 % des charges de personnel (mieux renseigné que le nombre de salariés) pour le désinvestissement en salariés. Le seuil de 30 % a, quant à lui, été retenu pour le désinvestissement en actif. Comme ces seuils n'ont pas été tirés de la littérature, nous avons mené les analyses avec des seuils plus importants ou plus faibles (plus ou moins 5 points). Si les coefficients des modèles construits

---

1

Base de données DIANE NEO, Bureau Van Dijk

à partir des différentes variables ont, de fait, subi des modifications, leur significativité et leur sens sont demeurés constants, traduisant ainsi une stabilité qui légitime le choix effectué.

### 2.1.2. Variables explicatives

Afin de tester nos hypothèses, neuf variables explicatives ont été retenues concernant soit la notion de risque soit la notion de secteur. Les variables de risque de défaillance sont construites à partir du Score AFDCC (Association Française des Crédit Managers et Conseils à l'instar de Barker et Duhaime (1997) qui mobilisent dans leur étude sur le désinvestissement le score Z d'Altman. L'objectif de ce score est la détection du risque de défaillance des entreprises à travers le calcul de ratios relevant à la fois d'une performance (ou non) économique<sup>2</sup> : une mesure du chiffre d'affaires, une mesure de profitabilité et une santé financière : le poids des charges financières, le poids du fonds de roulement, la trésorerie et la capacité de financement. Résultat de l'agrégation de plusieurs indicateurs de défaillance interagissant entre eux, il permet d'éviter de prendre ces indicateurs séparément contrairement aux études mentionnées dans les sections précédentes. De plus, sa pertinence a été testée sur des entreprises défaillantes (Oséo, 2011). Toute dégradation du score ou d'une note bancaire peut être alors perçue par le dirigeant comme un mauvais signal envoyé aux tiers qui pourrait dans le futur limiter l'accès au financement. Sur le fondement de ce score, et afin de permettre les tests d'hypothèses, nous avons décomposé son influence en plusieurs variables :

- **Var Score t-1** : représente la variation du score, pour une entreprise donnée, en t-1. Dès lors que les valeurs antérieures du score seront maintenues égales par ailleurs, cette valeur permettra d'approcher la brutalité de la dégradation du score ;
- **Var Score t-2** : représente la variation du score, pour une entreprise donnée, en t-2. Cette variable permet de tenir compte d'un éventuel effet temporellement décalé de la dégradation du score sur la probabilité de désinvestissement.
- **Moy. Score Ant** : correspond, pour une entreprise donnée, à la moyenne du score antérieur, en l'occurrence, les années t-5 à t-3. Cette variable permet de contrôler le niveau moyen de risque de l'entreprise.

---

<sup>2</sup> Les ratios de la fonction score AFDCC : la taille (chiffre d'affaires), la rentabilité opérationnelle (EBIT / CA), l'impact financier (charges financières nettes / EBITDA), le fonds de roulement (en jours de CA), la trésorerie nette (en jours de CA), la capacité de financement (cash-flow courant / endettement moyen + % CA + % fonds propres)

- **Disper. Score Ant** : représente, pour une entreprise donnée, la dispersion du score pour les années t-5 à t-3. Cette variable permet de contrôler les variations de niveau de risque que peut connaître habituellement l'entreprise.
- **Moy. Secteur** : représente la moyenne du score AFDCC du secteur auquel appartient une entreprise donnée entre t-5 et t-3.
- **Disper. Secteur** : représente la dispersion en moyenne du score AFDCC du secteur auquel appartient une entreprise donnée entre t-5 et t-3.

Indépendamment du risque de défaillance, nous intégrons également des variables en lien avec le secteur d'activité :

- **Service** : indique si l'entreprise en question a une activité de service (1) ou au contraire une activité industrielle plus classique (0).
- **Kibs** : indique si l'entreprise est une activité knowledge intensive business service (1) ou non (0).
- **Hightech** : indique si l'entreprise est une activité hightech (1) ou non (0) (activité industrielle classique).

### 2.1.3 Variables de contrôles

Afin de tenir compte du stade de développement de l'entreprise, nous avons adjoint deux variables de contrôle. L'**âge de l'entreprise**, en logarithme naturel, permet de tenir compte du cycle de vie de l'entreprise, les entreprises connaissant une période d'instabilité les premières années de leur existence. Le **chiffre d'affaires en t-1** permet, quant à lui, de ramener l'analyse à un niveau d'activité égal par ailleurs, tout en tenant compte, plus indirectement, de la taille de l'entreprise.

## 2.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET CORRÉLATIONS

Le Tableau 1 présente les statistiques descriptives et corrélations des variables. Compte tenu du nombre d'observations, de nombreuses corrélations apparaissent hautement significatives en dépit d'un coefficient assez bas. On observe, conformément à la logique de réduction d'échelle, que le désinvestissement en salariés et en immobilisations sont positivement et nettement corrélés. Enfin on note que sur chaque année écoulée, 11 % des entreprises sont considérées comme ayant procédé à un désinvestissement en salariés tandis

que 22 % sont identifiées comme ayant désinvesti en immobilisations. Il existe donc une différence importante des fréquences de base. Le Tableau 2 présente à cet égard les probabilités croisées de désinvestissement. Dans 74 % des cas, aucun désinvestissement ne se produit. Dans 17 % des cas, seul un désinvestissement en immobilisations intervient tandis que le désinvestissement en salariés représente 6,4 % des cas. Les situations de désinvestissement simultanées interviennent dans 2,4 %. En d'autres termes, rapportés aux désinvestissements en salariés, un double désinvestissement représente un peu moins d'un tiers des situations.

**Tableau 1 – Statistiques descriptives et corrélations**

	Min.	Max	Moy	$\sigma$	Desinv. Sal	Desinv. Immo.	Var Score t-1	Var Score t-2	Moy. Score Ant.	Disper. Ant.	Moy. Secteur	Disper. Secteur	Age (log)	Service	KIBS	Hightech
Desinv. Sal	0.00	1.00	0.11	0.31												
Desinv. Immo.	0.00	1.00	0.22	0.41	0.10***											
Var Score t-1	-19.50	19.00	-0.07	3.36	-0.05***	0.04***										
Var Score t-2	-19.50	19.50	-0.03	3.38	-0.03***	-0.01***	-0.33***									
Moy. Score Ant.	0.00	20.00	10.08	4.10	-0.06***	-0.15***	-0.09***	-0.20***								
Disper. Ant.	0.00	11.12	2.00	1.46	0.07***	0.12***	0.01**	0.06***	-0.20***							
Moy. Secteur	5.76	12.63	9.65	0.80	0.01**	-0.01***	-0.01***	-0.03***	0.17***	0.01***						
Disper. Secteur	1.18	6.78	4.72	0.31	0.08***	0.06***	0.00	0.01*	0.07***	0.13***	0.11***					
Age (log)	1.39	4.75	2.97	0.54	-0.06***	-0.05***	0.00	-0.01***	0.04***	-0.11***	-0.04***	-0.06***				
Service	0.00	1.00	0.28	0.45	0.06***	0.02***	0.00	0.00	0.08***	0.03***	0.42***	0.26***	-0.17***			
KIBS	0.00	1.00	0.03	0.18	-0.02***	-0.01**	0.00	0.00	0.03***	-0.01***	0.20***	-0.11***	-0.09***	0.29***		
Hightech	0.00	1.00	0.08	0.26	-0.02***	0.00	0.00	0.00*	0.01***	0.03***	0.05***	-0.01***	0.11***	-0.18***	-0.05***	
CA (log) t-1	0.00	13.69	6.67	1.49	-0.16***	-0.12***	0.04***	0.02***	-0.04***	-0.20***	-0.08***	-0.14***	0.31***	-0.25***	-0.04***	0.07***

**Tableau 2 – Probabilités croisées de désinvestissement**

Désinvestissement en salariés Y1	Désinvestissement en immobilisations Y2	Probabilités
Y1 = 0	Y2=0	0.74053924
Y1 = 0	Y2 = 1	0.17036041
Y1 = 1	Y2 = 0	0.06496810
Y1 = 1	Y2 =1	0.02413224

### 3. MODÈLES ET RESULTATS

La formulation des hypothèses induit la proposition de modèles qui prédisent des variables de nature dichotomique, en l'occurrence le désinvestissement salarial et le désinvestissement en immobilisations. Par ailleurs, ces modèles doivent être en mesure de tenir compte de la possibilité de co-occurrence de ces deux désinvestissements, puisqu'ils sont corrélés. Par conséquent, dans le cadre de ce travail exploratoire, nous avons retenu une stratégie de modélisation utilisant un probit bivarié. Chaque modèle est estimé en tenant compte de la corrélation entre les deux types de désinvestissement, laquelle est utilisée pour corriger l'estimation des coefficients. Par ailleurs, dans la mesure où une entreprise peut être observée plusieurs fois (plusieurs années), nous avons spécifié l'identité de l'entreprise comme cluster, ce qui revient à introduire un effet longitudinal qui tient compte de la corrélation entre les observations d'un même cluster, en l'occurrence d'une même entreprise.

**Tableau 3 – Effets du risque de défaillance sur le désinvestissement en salariés et le désinvestissement en immobilisations**

	<b>Desinvest Sal Y1</b>	<b>Desinvest Immo Y2</b>
Constante1	-1.006*** (0.093)	-0.731*** (0.077)
Constante 2	0.285*** (0.012)	0.285*** (0.012)
Var Score t-1	-0.033*** (0.001)	0.009*** (0.001)
Var Score t-2	-0.033*** (0.001)	-0.015*** (0.001)
Moy. Score Ant.	-0.034*** (0.001)	-0.056*** (0.001)
Disper. Ant.	0.020*** (0.003)	0.063*** (0.002)
Moy. Secteur	-0.011 (0.006)	0.006 (0.005)
Disper. Secteur	0.275*** (0.015)	0.244*** (0.012)
Age (log)	-0.044*** (0.009)	-0.024*** (0.007)
Service	0.071*** (0.011)	-0.052*** (0.010)
KIBS	-0.157*** (0.027)	0.081*** (0.021)
Hightech	-0.117*** (0.017)	0.001 (0.013)
CA (log) t-1	-0.163*** (0.003)	-0.119*** (0.003)
Log-likelihood		-138991.7

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

Le constat du désinvestissement face à une aggravation du risque (H1) s'analyse par le biais de l'étude de l'impact des variations de score (diminution ou augmentation) une ou deux années avant l'observation. Cet impact est plus fort sur le désinvestissement en personnel qu'en actifs. Une diminution du score dans l'année ou les 2 années qui précèdent

l'observation entraîne une augmentation de la probabilité de désinvestissement en masse salariale ( $\beta=-0.033$ ,  $p<.001$  pour la masse salariale quelle que soit l'antériorité de l'indicateur de dégradation du score). Concernant le désinvestissement en immobilisations, cet effet ne se vérifie que 2 ans avant l'observation et de manière plus modérée ( $\beta=-0.015$ ,  $p<.001$ ). L'hypothèse H1 n'est donc que partiellement validée. Il semblerait que face à une dégradation brutale du risque de défaillance, les PME ont immédiatement une probabilité forte de désinvestissement en masse salariale. Cette réaction n'est établie qu'avec un décalage d'un an pour le désinvestissement en immobilisations.

Si on confronte le comportement de l'entreprise en prenant en compte le score du secteur moyen, ce dernier ne semble pas avoir vraiment d'effet sur le désinvestissement lorsqu'on regarde la dégradation du score, si ce n'est qu'un score faible dans le secteur d'activité de l'entreprise tendrait à augmenter la probabilité de désinvestissement en masse salariale. L'hypothèse H2a n'est donc pas validée. Mais si on prend la volatilité du score mesurée par son écart-type, il semble davantage explicatif d'une stratégie de repli. Ainsi, une volatilité faible sur le secteur diminue la probabilité de désinvestissement en personnel et en immobilisations de manière significative (respectivement  $\beta=0,275$ ,  $p<.001$  et  $\beta=0,244$ ,  $p<.001$ ). Une forte volatilité des scores observés dans le secteur augmente la probabilité de désinvestissement en immobilisations et en masse salariale alors que le score moyen du secteur ne permet pas une telle conclusion. H2b se trouve de fait validée.

Nous avons également testé l'impact de l'appartenance de l'entreprise à deux secteurs d'activité, sur le désinvestissement : les activités de services de connaissance intensive (Kibs) et les secteurs de haute technologie (Hightech). A l'inverse, l'appartenance au secteur des Kibs, tend à diminuer la probabilité de désinvestissement en salariés alors qu'elle tend à augmenter la probabilité de désinvestissement en immobilisations. L'explication est probablement à rechercher dans la notion de ressources non substituables, les salariés constituent alors une ressource incontournable dans des services où la connaissance est au cœur de l'activité. Enfin l'appartenance au secteur Hightech tend à diminuer la probabilité de désinvestissement en salarié mais ne semble pas avoir d'effet significativement interprétable sur le désinvestissement en immobilisations. On observe par ailleurs que l'appartenance au secteur des services accroît la probabilité de désinvestissement en salariés et diminue la probabilité de désinvestissement en immobilisations. Ce constat relève probablement du bon sens, les activités de service disposent généralement de moins d'immobilisations et d'une

masse salariale plus conséquente et facilement remplaçable. L'hypothèse H3 est donc validée.

#### **4. DISCUSSION**

Notre objectif était d'étudier la relation entre le risque de défaillance et le désinvestissement en immobilisations et en personnel. En dépit de l'importance souvent souligné de ce thème, l'impact du risque de défaillance sur un choix de désinvestissement avait fait l'objet d'une faible attention. Notre étude exploratoire présente dès lors deux séries d'intérêts.

Premièrement, il confirme l'intérêt d'une approche par les ressources pour appréhender la décision de désinvestissement. Mais à la différence de Zorn et al. (2017), il s'agit ici d'une approche négative. Il n'est pas soutenu que les entreprises auraient des capacités à désinvestir. Il s'agit plutôt de souligner que les entreprises se retiennent de désinvestir en raison de l'effet disruptif que le désinvestissement peut avoir sur des routines, sur des connections entre les différents répertoires de connaissance. Le fait que les entreprises appartenant à des secteurs de connaissance intensive soient moins enclines à désinvestir nous semble confirmer nettement cette vision. Le personnel, son savoir-faire, ses compétences, son expérience est en ce sens une ressource difficilement substituable notamment dans les entreprises de type Kibs ou Hightech. La réflexion peut être prolongée, au-delà des seuls résultats. On doit en effet rappeler les effets parfois néfastes de certaines restructurations d'entreprises suite à des réductions d'effectif sur le personnel restant dans l'entreprise. La réduction visant à améliorer les performances ou à augmenter les chances de survie de l'entreprise, perçu parfois comme traumatisante par les employés, qui accusent une baisse de moral, une démotivation susceptibles d'amener au final à un déclin des performances voire une défaillance de l'entreprise (Zorn et al., 2017). Le désinvestissement en salariés tendrait donc à accroître le risque de disparition d'une entreprise contrairement au désinvestissement en actifs (Powell et Yawson, 2012), il serait donc mobilisé en dernier recours face au risque ce qui expliquerait, dans nos résultats, à la fois sa rareté et sa réponse à des accroissements brutaux de risque de défaillance. La réduction d'effectifs est également un signal d'alerte pour les partenaires, les concurrents et/ou les financeurs, justifiant la frilosité des entreprises face à cette pratique managériale.

Deuxièmement, les résultats montrent l'importance de la brutalité dans la

dégradation de la situation, de même que le poids de la volatilité sectorielle. En ce sens, l'entreprise, et donc son dirigeant, apparaissent sensibles à des stimuli qui poussent à surmonter des réticences. La brutalité d'une dégradation coïncide avec l'impossibilité pour le dirigeant de vivre dans le déni tandis que l'importance de la volatilité du secteur renvoie au besoin de conformisme de la PME. En effet, les petites entreprises avec des états financiers dégradés et un mauvais score trouveront peu d'établissements qui acceptent de financer leurs projets. Les dirigeants réagissent donc au risque de défaillance en anticipant les réactions des parties prenantes très sensibles à une cotation bancaire ou à un score AFDCC disponible sur certaines bases de données. Il convient alors pour l'entreprise d'améliorer son score pour un accès futur aux financements. On peut supposer ici que le comportement des entreprises d'un même secteur pourrait influencer les décisions du dirigeant, dans une logique d'isomorphisme (DiMaggio et Powell, 1983 ; Magán-Díaz et Céspedes-Lorente, 2012). Ainsi, le désinvestissement comme pratique managériale semble communément admis, les entreprises soumises à un risque désinvestissent donc le plus souvent dans une optique de redressement de leur activité (même si cet effet n'est pas toujours vérifié) pour continuer à trouver des financeurs. Cette réaction serait exacerbée dans un secteur où les autres entreprises confrontées également à un risque seraient amenées à désinvestir également. Le désinvestissement devient une sorte de norme institutionnelle, les organisations prennent des décisions influencées par des pressions sociales sans négliger malgré tout leur intérêt.

### **Limites de l'étude et pistes de recherche**

Comme tout travail exploratoire, cette étude préliminaire présente un certain nombre de limites. Nous en présenterons essentiellement trois. Tout d'abord, la limite inhérente aux variables retenues. Au regard des données disponibles, nous retenons deux variables de désinvestissement, à savoir le désinvestissement en masse salariale vu au travers des comptes de charges de personnel et le désinvestissement en immobilisations. Cette dernière mériterait d'être précisée en distinguant les différents types d'immobilisations, certaines étant plus ou moins substituables (immobilisations en construction, en matériel, ou immobilisations incorporelles par exemple avec la R&D). La temporalité devrait également faire l'objet d'un travail plus détaillé

afin de confirmer un décalage dans le temps entre le désinvestissement en immobilisations et le désinvestissement en masse salariale. Enfin, la principale limite de ce

travail est le fait qu'il n'est pour l'instant pas achevé puisque qu'il nous reste à faire le lien entre la réaction de désinvestissement et une amélioration de la performance de l'entreprise ou une probabilité de survie accrue. Nous restons bien dans cette première étude sur l'analyse de l'impact du risque de défaillance comme proxy d'une performance dégradée sur une réaction de désinvestissement. Ce travail doit donc se poursuivre afin d'étudier les effets d'une stratégie de désinvestissement induit par un risque, toujours en contexte PME, où les études restent peu nombreuses, alors même que les spécificités sont susceptibles d'expliquer des réactions ou des résultats différents au regard de la gestion des ressources. Faisant l'hypothèse que le contexte initial amenant au désinvestissement influence la performance future de ce désinvestissement, il est nécessaire de se questionner sur le lien entre le désinvestissement et la performance et de mesurer ainsi si l'entreprise entre dans un cercle vertueux ou pas. À l'instar de Vidal et Mitchell (2018), il convient de regarder les liens entre la performance passée et un désinvestissement actuel mais également d'observer les ressources ainsi dégagées par ce désinvestissement et leur affectation sur de nouveaux projets afin d'apprécier l'effet de ce désinvestissement sur une performance future. Ce présent travail ainsi que les travaux antérieurs montrent bien la nécessité de raisonner sur plusieurs périodes (Tangpong et al., 2016) pour apprécier les relations parfois ambiguës qui existent entre la performance, cause et/ou conséquence, et le désinvestissement.

## REFERENCES

- Barney J. (1991) Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, 17 : 1, 99-120.
- Barker V. L. et Duhaime I. M. (1997), Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence, *Strategic Management Journal*, 18 : 1, 13-38.
- Berry H. (2010), Why Do Firms Divest ?, *Organization Science* 21 : 2, 380-396.
- Brauer M. et T. Laamanen (2014), Workforce Downsizing and Firm Performance: An Organizational Routine Perspective, *Journal of Management Studies*, 51:8, 1311-1333;
- Budros A. (1999), A Conceptual Framework for Analyzing Why Organizations Downsize, *Organization Science*, 10 : 1, 69-82.
- Budros A. (2002), The mean and lean firm and downsizing: Causes of involuntary and voluntary downsizing strategies, *Sociological Forum*, 17 : 2, 307-342..
- Cacciotti, G. et J. Hayton (2015), Fear and entrepreneurship: a review and research agenda, *International Journal of Management Reviews*, 17 : 2, 165-90.
- Chadwick C. (2017), Toward a more comprehensive model of firms' human capital rents, *Academy of Management review*, 42 : 3, 499-519.
- Datta D. K., Guthrie J. P., Basuil D. et A. Pandey (2010), Causes and Effects of Employee Downsizing: A Review and Synthesis, *Journal of Management*, 36 : 1, 281-348.
- De Dee K. et D. W. Vorhies (1998), Retrenchment Activities of Small Firms during Economic Downturn: An Empirical Investigation, *Journal of Small Business Management*, 36 : 3 46-61.
- Denis D. K. et D. K. Shome (2005), An empirical investigation of corporate asset downsizing, *Journal of Corporate Finance*, 11, 427-448.
- De Meuse K. P., Marks M. L. 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.
- DiMaggio P. J. et W. W. Powell (1983), The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, *American Sociological Review*, 48 : 2, 147-160.
- Duhaime I. M. et J. H. Grant (1984), Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a Field Study, *Strategic Management Journal*, 5, 301-318.

Gandolfi F. (2014), Why do Firms Downsize? Theoretical Underpinnings, *Journal of Management Research*, 14 : 1, 3-14.

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., Thompson S., et M. Wright (2003), The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52 : 1, 147-166.

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., Wiklund J. et Brundin E. (2014), Individual responses to firm failure: Appraisals, grief, and the influence of prior failure experience, *Journal of Business Venturing*, 29, 17-33.

Lim, D. S., Celly, N., Morse, E. A. et Rowe, W. G. (2013), Rethinking the effectiveness of asset and cost retrenchment: The contingency effects of a firm's rent creation mechanism. *Strategic Management Journal*, 34 : 1, 42-61.

Magan-Diaz A. et J. Cespedes-Lorente (2012), Why Are Spanish Companies Implementing Downsizing ?, *Review of Business*, 32 : 2, 5-22.

Mann M. et S. E. Byun (2017), To retrench or invest ? Turnaround strategies during a recessionary time, *Journal of Business Research*, 80, 24-34

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.

Morrow Jr, J. L., Johnson, R. A. et L. W. Busenitz (2004), The effects of cost and asset retrenchment on firm performance: The overlooked role of a firm's competitive environment. *Journal of Management*, 30 : 2, 189-208.

Oséo (2011), *La défaillance des entreprises : études sur données françaises entre 2000 à 2010*, Regards sur les PME, Observatoire des PME, n° 21, édité par Oséo.

Powell R. et A. Yawson (2012), Internal Restructuring and Firm Survival, *International Review of Finance*, 12 : 4, 435-467.

Rasheed H. S. (2005), Turnaround Strategies for Declining Small Business: The Effects of Performance and Resources, *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 10 : 3, 239–252.

Reynaud B. (2013), Workforce reduction and firm performance: evidence from french firm data (1994–2000), *Socio-Economic Review*, 11 : 4, 1–27.

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.

Saint-Pierre J. (1999), *La gestion financière des PME : théories et pratiques*, PUQ.

Shepherd D.A., Wiklund J., Haynie J. M. (2009), Moving forward: Balancing the financial and emotional costs of business failure, *Journal of Business Venturing*, 24 : 2, 134-48.

Schmidt J., Keil, T., (2013), What makes a resource valuable? Identifying the drivers of firm-idiosyncratic resource value, *Academy of management review*; 38 : 2, 206-228.

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., Abebe M. et Z. Li (2015), A Temporal Approach to Retrenchment and Successful Turnaround in Declining Firms, *Journal of Management Studies*, 52 : 5, 647-77.

Teece D.J., Pisano G., Shuen A., “Dynamic capabilities and strategic management”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, 1997, p. 509-533.

Trahms C. H. Nfodor H. A. et D. G. Sirmon (2013), Organizational Decline and Turnaround : A review and Agenda for Future Research, *Journal of Management*, 39 : 5, 1277-1307.

Vidal, E. et Mitchell, W. (2018), Virtuous or vicious cycles? The role of divestitures as a complementary Penrose effect within resource-based theory, *Strategic Management Journal*, 39 : 1, 131-154.

Zorn M. L., P. M. Norman, Butler F. C. et M. S. Bhussar (2017), Cure or curse: Does downsizing increase the likelihood of bankruptcy?, *Journal of Business Research*, 76, 24-33.