CIRANO

Centre interuniversitaire de recherche
en analyse des organisations

Série Scientifique
Scientific Series

96s-03

Solutions au stress financier : Un survol de la littérature

Jocelyn Martel

Montréal
janvier 1996

CIRANO

Le CIRANO est une corporation privée à but non lucratif constituée en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du ministère de l'Industrie, du Commerce, de la Science et de la Technologie, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche. La *Série Scientifique* est la réalisation d'une des missions que s'est données le CIRANO, soit de développer l'analyse scientifique des organisations et des comportements stratégiques.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère de l'Industrie, du Commerce, de la Science et de la Technologie, and grants and research mandates obtained by its research teams. The Scientific Series *fulfils one of the missions of CIRANO: to develop the scientific analysis of organizations and strategic behaviour.*

Les organisations-partenaires / The Partner Organizations

- •Ministère de l'Industrie, du Commerce, de la Science et de la Technologie.
- •École des Hautes Études Commerciales.
- •École Polytechnique.
- •Université de Montréal.
- •Université Laval.
- •McGill University.
- •Université du Québec à Montréal.
- •Bell Québec.
- •La Caisse de dépôt et de placement du Québec.
- •Hydro-Québec.
- •Fédération des caisses populaires de Montréal et de l'Ouest-du-Québec.
- •Téléglobe Canada.
- •Société d'électrolyse et de chimie Alcan Ltée.
- •Avenor.
- •Service de développement économique de la ville de Montréal.
- •Raymond, Chabot, Martin, Paré

Ce document est publié dans l'intention de rendre accessibles les résultats préliminaires de la recherche effectuée au CIRANO, afin de susciter des échanges et des suggestions. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs, et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.
This paper presents preliminary research carried out at CIRANO and aims to encourage discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.

ISSN 1198-8177

Solutions au stress financier : Un survol de la littérature*

Jocelyn Martel†

Résumé / Abstract

Ce survol de la littérature offre un aperçu des différentes solutions au stress financier des entreprises. La première section passe en revue les différents rôles joués par la dette dans le cadre de la politique de financement des entreprises. Nous y discutons, entre autres, de l'impact de l'utilisation de la dette sur la valeur de la firme et de son importance pour réduire les problèmes liés à la présence d'asymétrie d'information ex ante et ex post. La deuxième section traite des solutions au stress financier et plus particulièrement de celle associée à l'utilisation de la loi sur la faillite. Nous y retrouvons une description du fonctionnement de la loi canadienne, des problèmes engendrés par l'utilisation de cadres légaux tels que ceux en vigueur au Canada et aux États-Unis ainsi que de mécanismes alternatifs comme solution au stress financier.

This article presents a survey of the solutions offered to firms in financial distress. The first section examines the role of debt in the firms' financing decisions. In particular, we discuss the impact of the use of debt on the value of the firm and its importance in the presence of asymmetric information and agency costs. The second section presents a discussion of the solutions to financial distress with a particular emphazis on the use of the bankruptcy law. We discuss the functionning of the Canadian bankruptcy law, the problems arising from the use of legal frameworks such as those prevailing in Canada and in the U.S., as well as a number of alternative mechanisms to the existing legal system.

Mots Clés : Faillite, réorganisation, stress financier

Keywords : Bankruptcy, Reorganization, Financial stress

---

* L'auteur tient à remercier Michel Poitevin pour ses commentaires.

† CIRANO

INTRODUCTION

Au cours des quinze dernières années, la majorité des pays industrialisés ont été frappé par un phénomène commun, soit celui d'une croissance importante dans le nombre de procédures d'insolvabilité et plus particulièrement celles relatives à la faillite commerciale et à la réorganisation financière sous la protection des différentes lois sur la faillite ou l'insolvabilité.[1] Au Canada, par exemple, le nombre de faillites commerciales est passé de 6,595 en 1980 à 14,317 en 1992 pour finalement se situer à 11,810 en 1994. Cette période est également marquée par une augmentation du financement par l'émission de dette suite à une vague de prise de contrôle, de restructuration de la dette des entreprises et de l'émission de titres tels les "junk bonds".[2]

Depuis les premiers travaux de Modigliani et Miller (1958, 1963), un nombre croissant d'économistes, d'experts en finance et en droit s'intéressent au phénomène de la faillite et à son impact sur le secteur réel de l'économie. Les recherches dans ce domaine ont pris plusieurs directions. Par exemple, alors que certaines études s'intéressent à l'impact des coûts de faillite sur la structure du capital, d'autres étudient le choix du moment optimal entre la liquidation et la réorganisation ou encore le résultat de la négociation entre une firme et ses créanciers au moment d'une réorganisation financière. Or, étant donné la grande diversité et le nombre important et croissant des travaux reliés aux différents aspects de la faillite et du stress financier, il serait ambitieux de vouloir traiter de tous ces aspects, d'autant plus que certains de ces sujets sont déjà bien connus dans la littérature et que d'autres ont fait l'objet de revue de la littérature. C'est le cas, entres autres, des aspects liés à la structure optimale du capital et au fonctionnement des marchés financiers qui sont traités par Harris & Raviv (1991) et Poitevin (1991) ainsi que des différents aspects reliés directement à la liquidation et à la réorganisation qui sont présentés dans un article de Senbet & Seward (1993).[3] L'objectif de cet article se veut donc plus modeste.

---

[1] Voir Martel (1991, 1995c) pour les données canadiennes et Flynn (1989) et Bermant, Lombard & Wiggins (1991) pour les données américaines.

[2] Voir Milgrom & Roberts (1992) pour une discussion de ces événements.

[3] Voir Bebchuk & Chang (1990), Brown (1989), Bulow & Shoven (1978) et White (1981, 1983, 1989) pour l'analyse du choix des entreprises entre la liquidation et la réorganisation; Giammarino (1989), Martel (1995a), Webb (1987) et White (1994) pour l'analyse des négociations entre le débiteur et les créanciers en présence d'information asymétrique; et Casey, McGee & Stickney (1986), Fisher & Martel (1994a,b, 1995), Frank & Torous (1989, 1994), Jensen-Conklin (1992), Martel (1994, 1995a,b,c) et White (1984)] pour les études empiriques dans le domaine.

Afin de mieux comprendre le rôle de l'état dans l'élaboration de politique en matière de faillite et d'insolvabilité, la première partie de cet article passe en revue différents rôles joués par la dette en tant qu' instrument de financement pour les entreprises et les implications de son utilisation sur la solution au stress financier. Afin de situer le débat et d'éviter toute redondance avec les survols mentionnés ci-dessus, nous y présentons une discussion succincte du rôle de la dette dans le contexte du théorème d'indépendance de Modigliani & Miller. L'emphase sera plutôt mise sur l'utilisation de la dette afin de minimiser les inefficacités liées à la présence d'information asymétrique entre les actionnaires et d'une part, les gestionnaires et d'autre part, les investisseurs.

Cette section est suivie par une discussion d'un domaine de la littérature en pleine expansion, soit celui de la solution au stress financier. Dans un premier temps, le cadre institutionnel canadien en matière de faillite (liquidation et réorganisation financière) sera brièvement présenté. Dans un deuxième temps, nous verrons quels sont les critères potentiels qu'une loi sur la faillite "idéale" devrait respectée et comment ces critères sont violés par le cadre institutionnel existant au Canada et aux États-Unis. Or, face à l'importance du cadre institutionnel dans lequel les entreprises doivent opérer, un nombre grandissant de chercheurs s'intéressent à l'impact de ce dernier sur le comportement des entreprises sur le marché et sur la capacité des mécanismes légaux à assurer une séparation efficace des firmes sur le marché. A cet effet, de plus en plus d'économistes et de juristes mettent en doute l'efficacité des procédures légales existantes et proposent plutôt des mécanismes qui reposent essentiellement sur l'utilisation du marché comme solution au stress financier des entreprises. Ceci est le propos de la dernière section.

1. Dette et stress financier

Sur la base de leurs travaux originaux, Modigliani & Miller (1958) démontraient que, dans le contexte d'un marché du capital parfait, les décisions d'investissement d'une firme sont indépendantes de son choix d'instruments financiers.[4] En effet, la valeur de la firme est définie comme la somme de sa dette et de l'avoir des actionnaires et toute tentative de modification de sa structure du capital peut être annulée par le comportement des investisseurs individuels qui peuvent prêter ou emprunter au même

[4] Voir Aivazian & Callen (1983), Giammarino (1989), Haugen & Senbet (1978, 1988), Kim (1978), Kraus & Litzenberger (1973), Modigliani & Miller (1958, 1963), Robicheck & Myers (1976), Scott (1976), Stiglitz (1974), Titman (1984), Van Horne (1976) et Webb (1986) pour les études théoriques et Altman (1984), Castanias (1983), Fisher & Martel (1994b), Bradley, Jarrell & Kim (1984), Martel (1994), Titman & Wessels (1988), Warner (1977) et White (1981, 1983) pour les études empiriques.

taux d'intérêt sans risque que les firmes sur le marché.

L'utilisation de la dette comme outil de financement possède deux caractéristiques non-étudiées par Modigliani et Miller. D'abord, les dépenses en intérêts sont déductibles d'impôts. Ensuite, elle augmente la probabilité de faillite en donnant un droit d'option aux financiers lors d'un défaut de paiement. Dans ces conditions, une version révisée du théorème d'indépendance de M&M est proposée dans laquelle l'utilisation de la dette résulte d'un compromis entre les avantages fiscaux et les coûts de faillite qui en découlent [5].

Cette approche donna naissance à un débat important dans la littérature financière. La question qui est au centre de ce débat est la suivante: est-ce que la présence des coûts de faillite, tels que mesurés lors d'études empiriques peut réconcilier l'approche originale de M&M avec l'approche révisée de Kim & al.? Pour Warner (1977), les coûts de faillite observés sont beaucoup trop faibles pour expliquer la structure du capital des entreprises. De même pour Haugen & Senbet (1984, 1988), qui soutiennent que ces coûts sont non seulement trop faibles pour réconcilier les deux approches mais qu'ils ne sont pas liés à la faillite mais plutôt à la liquidation ou à la réorganisation d'une entreprise, deux phénomènes indépendants l'un de l'autre. Ce résultat découle d'une confusion entre ces deux phénomènes, soit d'une part la liquidation ou la réorganisation qui sont des procédures légales et d'autre part, la faillite qui est un mécanisme de transfert du pouvoir décisionnel à l'intérieur de la firme des actionnaires vers les financiers.[6] Pour ces auteurs, une firme en difficultés financières peut opter pour une réorganisation sous la protection de la cour des faillites ou une réorganisation privée (workout arrangement). Les coûts de faillite sont donc bornés inférieurement par le coût minimum entre les deux options. Or, comme selon eux, la valeur actualisée des coûts associés à la réorganisation privée est faible, l'efficacité des marchés financiers fera en sorte que ces coûts de faillite seront internalisés par les créanciers au moment du stress financier.

Selon Avazian & Callen (1983) et Titman (1984), l'analyse de Haugen & Senbet repose sur une série d'hypothèses trop restrictives entres autres, relativement à l'absence de relations d'agence à l'intérieur de la firme et à la structure d'information qui suppose une information parfaite pour tous les participants quand à la viabilité de la firme. Si ces conditions sont violées, il est possible que les coûts de faillite ne puissent être internalisés comme le prétendent Haugen & Senbet et qu'ils aient un

---

[5] Voir Kim (1978), Litzenberger (1973) et Scott (1976), Titman (1984).

[6] Voir également Aghion & Bolton (1992) et Baird (1986) pour une discussion approfondie de cette question.

impact sur le choix de structure de capital d'une firme et surtout sur les caractéristiques des instruments financiers et la structure des contrats de dette.

1.1 Dette et signal sur les marchés financiers

Selon Myers (1984) et Myers et Majluf (1984), la présence d'information asymétrique entre les actionnaires et les investisseurs relativement à la valeur de la firme entraîne un sous investissement de la part des firmes. En effet, si les actionnaires de la firme possède de l'information privée quant à sa valeur, le prix des actions lors d'une nouvelle émission est déterminé par la valeur moyenne des firmes sur le marché et une nouvelle émission d'actions est interprétée par les financiers comme provenant d'une firme dont la valeur est sur-évaluée. Le financement par actions représente alors un mauvais signal sur le marché et les firmes ayant des projets avec une valeur présente positive préfereront émettre de la dette plutôt que des actions afin de financer leurs projets. Dans le cas où le financement par actions est la seule alternative, certains projets à valeur présente positive pourraient être abandonnés afin d'éviter une dilution de l'avoir des actionnaires présents dans la firme. Dans ce contexte, il existe une hiérarchie des instruments financiers dominée par les fonds internes de la firme, suivie par l'émission de dette à faible risque et en dernier lieu par l'émission d'actions.

Contrairement à Myers & Majluf, Ross (1977) considère un modèle dans lequel le niveau d'investissement est fixe et où des gestionnaires riscophobes utilisent la proportion du projet d'investissement financée par la dette comme signal de la qualité du projet. Comme le contrat liant les gestionnaires et la firme est contingent à sa solvabilité, ces premiers ont intérêt à maximiser la valeur de la firme afin d'éviter la faillite. Or, comme le coût marginal de faire faillite est supérieur pour les firmes à faible valeur, les gestionnaires des firmes à valeur élevée choisissent une proportion de dette suffisamment grande afin d'enlever toutes incitations à une firme de faible valeur de l'imiter en émettant une plus grande proportion de dette. A l'équilibre, les firmes à valeur élevée émettront une plus grande proportion de dette que les firmes à faible valeur.

Pour Leyland & Pyle (1977), les gestionnaires riscophobes d'une firme possédant un bon projet utilisent leur participation personnelle dans le financement du projet comme signal aux investisseurs non-informés. Comme la réduction de bien être associée à la contribution financière des gestionnaires est supérieure dans le cas de mauvais projets, les gestionnaires de bons projets investissent une plus grande proportion de leurs ressources personnelles dans le financement de ces projets. Les auteurs montrent également que, sous certaines conditions, la quantité de dette utilisée

croît avec la contribution personnelle des gestionnaires et donc avec la qualité du projet.

1.2 Dette et coûts d'agence

Comme nous l'avons vu, la présence d'information asymétrique ex ante peut avoir un impact important sur la structure financière d'une entreprise suite à ses effets sur les relations entre les actionnaires d'une firme ou ses gestionnaires et les financiers. Or, selon Jensen & Meckling (1976), la structure financière d'une entreprise peut également être affectée par la présence d'information asymétrique ex post entre d'une part, les actionnaires d'une firme et ses propres gestionnaires et d'autre part, les actionnaires et ses financiers. La présence d'information asymétrique affecte le comportement des actionnaires ou des gestionnaires de telle sorte que la valeur de la firme en soit réduite. Cette diminution de la valeur de la firme est appelée *coûts d'agence*. Le premier type de conflits d'intérêts à l'intérieur de la firme se situe entre les actionnaires et les gestionnaires de la firme. Il est lié au fait que les gestionnaires reçoivent moins que la totalité de la valeur résiduelle de la firme et ils ne peuvent donc s'approprier tous les bénéfices associés à leurs efforts. Dans ces conditions, les gestionnaires peuvent être incités à consacrer plus d'efforts à des activités de gratification personnelles qu'à des activités productives à l'intérieur de la firme ce qui entraîne une diminution de la valeur de la firme. L'utilisation de la dette comme instrument financier peut atténuer ces incitations de la part des gestionnaires en diminuant le niveau de ressources "libres" pouvant être appropriées par ces derniers et en augmentant la probabilité de faillite de la firme et de la perte de pouvoir décisionnel qui y est associée.[7] En donnant ainsi un droit d'option aux investisseurs sur le contrôle de la firme dans les mauvais états de la nature, la dette, comme source de financement agit comme mécanisme disciplinaire envers les gestionnaires.

Le deuxième type de conflits survient entre les actionnaires de la firme et ses financiers. En effet, le financement par l'émission de dette jumelé à la responsabilité limitée des actionnaires ou des gestionnaires de la firme les rend riscophiles dans leurs choix de projets d'investissement et les incitent à entreprendre des projets trop risqués du point de vue des financiers et qui peuvent réduire la valeur totale de la firme.[8] Comme les financiers anticipent ce comportement de la part des gestionnaires, ils peuvent réagir en limitant le montant du prêt ou en augmentant le rendement exigé sur le prêt, imposant ainsi les coûts d'agence à l'émetteur de la dette. Selon Jensen &

---

[7] Voir également Jensen (1986).

[8] Voir Stiglitz & Weiss (1981).

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

Une des faiblesses des précédents modèles est qu'ils ne peuvent expliquer l'utilisation de différents types de dette, particulièrement la dette garantie à long terme par les entreprises. En fait, si les gestionnaires agissent en fonction des intérêts des actionnaires, l'utilisation de dette subordonnée et à échéance flexible est optimale car elle permet de bénéficier des avantages de la dette sans avoir à encourir les coûts de faillite ou de stress financier qui y sont associés.[9] Selon Hart & Moore (1995), les gestionnaires poursuivent des objectifs différents des investisseurs et l'utilisation de la dette garantie à long terme a pour fonction de restreindre tout excès dans leur gestion des ressources de l'entreprise.[10] La présence de dette garantie à long terme réduit la capacité des gestionnaires à investir dans des projets non-rentables en limitant leur capacité d'emprunt contre les revenus futurs de la firme. Or, il existe un niveau optimal de dette garantie à long terme car d'une part, un niveau trop faible permet aux gestionnaires d'emprunter pour financer des projets non-rentables, ce qui résulte dans un sur-investissement et d'autre part, un niveau trop élevé peut restreindre les possibilités de financement de projets rentables ce qui entraîne un sous-investissement. Le ratio d'endettement optimal de la firme résulte d'un compromis entre ces deux effets.

Cette approche dans laquelle la dette est utilisée afin de limiter la capacité d'emprunt des gestionnaires contraste avec la littérature traditionnelle où la dette est utilisée comme menace envers les gestionnaires en offrant un droit d'options aux créanciers de la firme dans l'éventualité de défaut de paiement. Tout comme Jensen & Meckling (1976), Aghion & Bolton (1992) reconnaissent que la différence fondamentale entre le financement par actions et par dette tient au pouvoir décisionnel que ces instruments confèrent aux investisseurs sur les décisions de la firme. La dette confère un droit d'option aux financiers dans les mauvais états de la nature. Par contre, contrairement à ces derniers, pour qui la dette peut être utilisée par les actionnaires comme mécanisme disciplinaire sur le pouvoir décisionnel des gestionnaires afin de minimiser les coûts d'agence liés à la présence de risque moral, Aghion & Bolton suggèrent que structure optimale du capital est déterminé par l'allocation du pouvoir décisionnel à

---

[9] Voir Hart (1993).

[10] Hart & Moore démontrent que sous les hypothèses que la valeur de la firme en opération est supérieure à sa valeur en liquidation et que la firme doit absolument emprunter sur le marché pour financer son investissement, le niveau optimal de dette à court terme est égal à zéro car cela permet aux gestionnaires de diminuer la probabilité de liquidation et augmente la probabilité de pouvoir investir en première période. Ceci explique pourquoi leur analyse se concentre sur l'utilisation de la dette à long terme.

l'intérieur de la firme suite à l'incomplétude des contrats entre un entrepreneur et les financiers. En effet, comme l'état de la nature ne peut être observé ex ante, le contrat original entre ces deux parties ne peut être contingent à sa réalisation. Dans ces conditions, l'utilisation de la dette comme mécanisme d'allocation du pouvoir décisionnel à l'intérieur de la firme améliore la coordination des objectifs divergents des actionnaires et des financiers. La structure du capital optimale résulte donc d'une pondération entre le coût marginal de l'émission d'actions résultant de la dilution du pouvoir décisionnel de la firme aux mains de nouveaux actionnaires et le coût marginal de la dette associé à la perte de contrôle de la firme aux mains des financiers en cas de défaut de paiements. Cette allocation du pouvoir décisionnel est déterminée de façon endogène et dépend des préférences de l'entrepreneur et des financiers ainsi que du degré de corrélation entre les revenus de la firme et l'état de la nature. Par exemple, la firme devrait émettre des actions sans droit de vote s'il est optimal d'allouer le pouvoir décisionnel à l'entrepreneur, des actions avec droits de vote s'il est optimal d'allouer ce pouvoir aux financiers, et enfin de la dette s'il est optimal d'allouer ce pouvoir à l'entrepreneur dans les bons états de la nature et aux financiers dans les mauvais états de la nature. Cette analyse implique que, contrairement à Myers (1984) et Myers & Majluf (1984), les actions peuvent dominer la dette comme instrument financier.

Une des implications les plus importantes des travaux d'Aghion & Bolton a trait à la distinction entre la faillite et la liquidation. Contrairement à l'approche traditionnelle dans laquelle la faillite est perçue comme résultant des problèmes de viabilité économique d'une firme, la faillite est maintenant définie comme un mécanisme de transfert du pouvoir décisionnel dans l'entreprise des actionnaires vers les créanciers lors de difficultés financières. Suivant la faillite, les créanciers peuvent opter pour la liquidation des actifs ou encore la réorganisation financière de façon formelle ou informelle.

2. Solutions au stress financier

A la lumière de la section précédente, il existe plusieurs raisons pour lesquelles une entreprise utilise la dette comme outil de financement. Que cela soit pour des raisons fiscales, pour réduire des problèmes d'agence ou pour transmettre de l'information sur les marchés financiers, la dette se veut un outil indispensable afin de financer des projets d'investissements. Or, l'utilisation de la dette peut entraîner des problèmes lorsqu'une firme rencontre des conditions particulièrement défavorables sur le marché, auquel cas elle peut se voir dans l'impossibilité de rencontrer ses obligations contractuelles envers ses créanciers.

Une firme en difficultés financières peut envisager trois avenues possibles. Premièrement, elle peut renégocier avec ses créanciers afin de restructurer sa dette de façon informelle en marge du cadre juridique en matière de faillite. Deuxièmement, elle peut restructurer et rééchelonner sa dette en soumettant une proposition de réorganisation financière sous la protection de la loi sur la faillite. Troisièmement, elle peut liquider ses actifs par l'entremise de la procédure de liquidation en vigueur sous cette même loi.

Paradoxalement, une loi sur la faillite serait inutile dans un monde idéal car le contrat de dette entre un débiteur et ses créanciers inclurait des clauses particulières spécifiant la démarche à suivre lors de cessation de paiement. Or, il peut être difficile et coûteux de faire respecter ces contrats car d'une part, les actifs de la firme varient dans le temps, ce qui impliquerait un ajustement continuel des contrats de dette et d'autre part, il existe un problème de propriété commune lors de l'insolvabilité; phénomène par lequel le comportement individuel des créanciers pour s'approprier les actifs de la firme peut mener à un démantèlement inefficace de cette dernière. Ces problèmes de coordination sont d'autant plus importants que le nombre de créanciers est élevé. Par exemple, la présence d'un grand nombre de créanciers lors de réorganisation informelle peut donner naissance à des problèmes de "hold-out" et un bris dans les négociations entre créanciers et débiteurs. Dans ces conditions, les économistes et les juristes s'entendent sur l'importance de l'État dans le respect des contrats privés entre agents, tout particulièrement dans le domaine de l'insolvabilité. Le rôle d'une loi sur la faillite est justement de spécifier les démarches à suivre lors de l'insolvabilité du débiteur.

Un des défis auquel nous devons faire face est de définir ce qui serait une loi sur la faillite appropriée, c'est à dire une loi qui respecterait le plus possible le principe d'efficacité économique. Comme par définition, les firmes et les débiteurs doivent négocier dans un monde de second rang, on peut difficilement parler de loi sur la faillite idéale. Par contre, il existe un large consensus auprès des économistes et des juristes sur un certain nombre de critères qu'une loi sur la faillite devrait rencontrer. La première étape dans notre démarche est donc de décrire le fonctionnement de la loi actuelle en matière de faillite et de réorganisation.[11] Une fois cette démarche accomplie, nous pourrons identifier quels sont les critères qu'une loi sur la faillite devrait respecter et dans quelle mesure la loi actuelle incite les participants à dévier de ces critères. Enfin, notre démarche ne sera complète qu'après avoir proposé des mécanismes alternatifs à la loi actuelle.

---

[11] Pour une description des procédures américaines, voir White (1993, 1984); françaises, Beardsley (1985) et White (1993); et britanniques, Smith (1991), Webb (1988) et White (1993).

2.1 Loi sur la faillite

La Loi sur la faillite et l'insolvabilité au Canada offre deux avenues possibles aux entreprises insolvables: la faillite et la réorganisation.[12]

2.1.1 Faillite

Il existe deux procédures de mise en faillite sous la loi actuelle: l'ordonnance de séquestre et la cession volontaire. Dans le premier cas, la mise en faillite du débiteur est faite à l'initiative d'un ou des créanciers qui présentent à la cour une requête de faillite contre le débiteur. Parmi les nombreuses conditions associées au dépôt d'une requête de faillite, il en existe deux qui sont particulièrement importantes: (i) les créanciers doivent prouver que le débiteur a commis un acte de faillite au sens de la LFI dans les six mois précédant le dépôt de la requête; (ii) la créance totale du ou des créanciers doit s'élever à $1000 ou plus. Dans le deuxième cas, la faillite fait suite à la cession volontaire, par le débiteur, de ses biens. La condition essentielle à la cession volontaire est que le débiteur soit insolvable.

Dans les deux cas, la faillite entraîne le gel automatique des procédures des créanciers non-garantis contre le débiteur. A moins d'une ordonnance contraire de la cour, un créancier garanti peut réaliser sa garantie sans égard au gel des procédures. Un syndic est ensuite nommé afin de prendre possession des actifs de la firme, de les vendre et de remettre les produits de la vente aux créanciers selon l'ordre de collocation défini dans l'article 136(1) de la loi qui stipule que sous réserve des droits des créanciers garantis, les produits de la vente des actifs doivent être distribués dans l'ordre suivant: (i) dans le cas d'un failli décédé, les frais funéraires et les dépenses testamentaires; (ii) les frais d'administration dans l'ordre suivant: débours et frais du syndic, frais légaux; (iii) le prélèvement du Surintendant des faillites; (iv) gages, salaires, commissions et rémunération jusqu'à concurrence de $2000 par travailleurs pour services rendus au cours des six mois précédant la faillite. Un montant additionnel d'une valeur maximale

---

[12] L'abréviation LFI est utilisée afin de désigner la Loi sur la faillite et l'insolvabilité. Dans le cadre de la LFI, le terme "faillite" est utilisé au sens de liquidation des actifs et non pas au sens de transfert du pouvoir décisionnel tel que défini par Aghion & Bolton (1992). Voir Bohémier (1992), Duncan & Honsberger (1961), Fisher & Martel (1994a), Leonard (1988), LoPucki & Triantis (1994) et Martel (1991, 1994) pour une présentation du fonctionnement de la Loi sur la faillite et l'insolvabilité au Canada. LoPucki & Triantis procèdent également à une comparaison détaillée entre la Loi sur la faillite et l'insolvabilité et le U.S. Bankruptcy Code. Il existe également une procédure de réorganisation alternative à celle prévu sous la LFI, soit une proposition en vertu de la Loi sur les arrangements avec les créanciers de compagnies (C-36). L'utilisation de cette loi est réservée aux entreprises ayant des obligations garanties ou non en circulation, émises aux termes d'un acte de fiducie.

de $1000 peut s'appliquer dans le cas d'un voyageur de commerce; (v) les taxes municipales établies ou perçues à l'encontre du failli dans les deux ans précédant la faillite; (vi) les arrérages de loyer durant une période de trois mois précédant la faillite; et (vii) les réclamations résultant de blessures subies par des employés du failli que les dispositions d'une loi sur les accidents du travail ne visent pas.[13] Les créanciers "ordinaires" non-garantis suivent et sont acquittés au pro rata de leurs dettes.

2.1.2 Réorganisation

Pour une firme en difficultés financières, l'alternative à la faillite réside dans la réorganisation financière en vertu de la Partie III de la LFI.[14] La réorganisation est une procédure légale qui a pour effet d'imposer un gel des procédures à tous les créanciers, y compris les créanciers garantis, afin de permettre à une firme de soumettre une proposition de réorganisation à ses créanciers et de continuer à opérer sous la protection de la LFI. Suite au dépôt d'un avis d'intention de soumettre une proposition, un débiteur bénéficie d'un délai de 30 jours pour déposer sa proposition. Ce délai peut être prorogé, par tranche de 45 jours, pour une période maximale de cinq mois. Au cours de cette période, le débiteur doit négocier avec ses créanciers, garantis et non-garantis, afin d'en arriver à un nouvel arrangement relativement à leurs créances. Typiquement, une proposition prévoit le remboursement des créances garanties selon les conditions du contrat existant ou selon toute nouvelle entente entre les créanciers garantis et le débiteur. De plus, les créances prévues à l'article 136 de la LFI doivent être remboursées en entier avant toutes autres créances et cela immédiatement suivant l'approbation de la proposition par la cour. Les créances de la Couronne pour déductions à la source doivent également être entièrement remboursées dans les six mois suivant l'approbation de la proposition. Quant aux créanciers non-garantis "ordinaires", ils reçoivent un remboursement partiel ou entier et le rééchelonnement de leurs créances. Ce remboursement peut prendre diverses formes, soit par paiements comptants au moment de l'approbation par la cour, par paiements différés sur plusieurs périodes ou par paiements sous formes d'actions dans la firme.

---

[13] Les alinéas h) et j) de l'article 136 de la LFI prévoient une priorité pour les créances de la Couronne dans le cas des faillites survenues avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, soit le 30 novembre 1992. Après cette date, les créances de la Couronne pour les déductions à la source ne bénéficient plus d'un traitement préférentiel mais plutôt de fiducies présumées ce qui leur confère un statut de "super-priorité" en matière de faillite.

[14] Selon l'article 50(1) de la LFI, l'état d'insolvabilité ou de faillite est une condition nécessaire pour soumettre une proposition.

Lors du dépôt de la proposition par le débiteur, le syndic convoque une assemblée des créanciers qui doit avoir lieu dans les 21 jours suivant le dépôt. A cette assemblée ou à une assemblée ultérieure suivant l'ajournement de la première assemblée, la proposition est soumise au vote des créanciers. Pour les fins de votation, tous les créanciers non-garantis, ainsi que les créanciers garantis couverts par la proposition, ont le droit de vote. Une proposition est réputée acceptée si toutes les catégories de créanciers non-garantis votent en sa faveur par une majorité en nombre et une majorité des deux-tiers en valeur des créances non-garanties de chaque catégorie de créanciers présents lors du vote. Les créanciers garantis ne peuvent bloquer l'acceptation d'une proposition. Au plus, ils peuvent se soustraire de son application en la rejetant. Une proposition acceptée par les créanciers non-garantis doit recevoir l'approbation de la cour. Le rejet d'une proposition par les créanciers non-garantis ou par la cour entraîne automatiquement la faillite du débiteur.

2.2 Mécanisme de faillite "idéal" et problèmes existants

Comme le font remarquer Aghion, Hart & Moore (1992), il est pratiquement impossible de réfléchir sur l'élaboration d'une loi sur la faillite idéale à partir des principes de base en économie car, par définition, cette réflection doit se faire dans l'esprit d'une économie de second rang. Par contre, il existe certains critères ou objectifs qui sont désirables d'un point de vue d'efficacité économique.[15] Ces critères sont maintenant revus.

1. Efficacité ex ante

Une loi sur la faillite devrait avoir pour objectif de responsabiliser les débiteurs et les gestionnaires afin de s'assurer qu'ils ont les bonnes incitations avant la faillite. Par exemple, une loi qui leur accorderait une trop grande protection lors de la faillite pourrait amenuiser les effets incitatifs de la dette sur leur comportement. En contrepartie, un traitement trop sévère à leur égard pourrait affecter le partage de risque à l'intérieur de la firme et générer un niveau d'investissement sous-optimal.

[15] Voir Aghion, Hart & Moore (1992) et Cornelli & Felli (1994).

2. Efficacité ex post

Une loi sur la faillite devrait permettre la maximisation ex post des opérations de la firme pour le bénéfice de tous les créanciers. La loi devrait donc permettre et encourager la réallocation des actifs de la firme dans des utilisations plus efficaces. A cet égard, le gel des procédures imposé par la loi représente un élément important afin d'éviter le comportement opportuniste des créanciers individuels et de coordonner les actions de toutes les parties impliquées.

3. Respect de la priorité absolue

La priorité absolue est une règle selon laquelle un créancier subordonné ne peut recevoir aucun paiement tant et aussi longtemps que les créances de tous les créanciers de rang supérieur n'ont pas été entièrement satisfaites. L'importance de cette règle tient au fait qu'elle reflète ce que le débiteur et les créanciers auraient négociés en l'absence de loi sur la faillite.[16] Selon Jackson (1986), une loi sur la faillite doit, dans la mesure du possible, respecter les droits des participants en l'absence d'un cadre juridique en matière de faillite. Le non-respect de ces droits peut inciter les participants à adopter un comportement stratégique et à utiliser la loi pour améliorer leur position relative dans la hiérarchie des créanciers. Par exemple, comme les actionnaires sont considérés comme des créanciers de dernier ressort en dehors de la faillite, ils devraient être considérés de même lors de la faillite et ne recevoir aucun paiement tant que toutes les créances n'ont pas été satisfaites. Dans le cas contraire, les actionnaires pourraient interférer avec le processus de réorganisation afin d'en extraire une rente.

4. Avenir de la firme demeure entre les mains des créanciers

Une loi sur la faillite devrait s'assurer que l'avenir de la firme repose entre les mains de ceux qui sont directement affectés par la faillite, c'est à dire les créanciers existants. A cet égard, les créanciers dont les créances ne sont pas affectées par la faillite ne devrait avoir aucun droit de regard sur l'avenir de la firme. De même, la loi devrait minimiser le rôle d'intervenants extérieurs à la faillite tels les syndics ou la cour des faillites dont les objectifs peuvent diverger de ceux des créanciers.

---

[16] Voir Baird & Jackson (1988) et Jackson (1982, 1986).

Que cela soit au Canada ou aux États-Unis, une des préoccupations majeures avec le cadre juridique existant en matière de faillite est qu'il offre des incitations aux participants qui font en sorte que les critères préalablement définis comme désirables en matière de loi sur la faillite sont très souvent violés. Bien que les critiques les plus virulentes en cette matière origine des problèmes engendrés par l'utilisation du Chapitre 7 (liquidation) et du Chapitre 11 (réorganisation) du U.S. Bankruptcy Code, elles sont, dans une certaine mesure, également valables dans le contexte juridique canadien.[17]

Voici les critiques les plus importantes faites à l'endroit des lois existantes en matière de faillite.

A. Erreurs de sélection

La critique la plus importante formulée à l'égard des mécanismes de faillite tels que rencontrés au Canada et aux États-Unis est qu'ils donnent lieu à des erreurs de sélection entre firmes viables et non-viables. En effet, l'existence simultanée d'une procédure de liquidation et d'une procédure de réorganisation peut faire en sorte que des firmes non-viables peuvent éviter la faillite et acheter du temps via l'utilisation de la procédure de réorganisation alors que des firmes viables peuvent être liquidées alors que leur survie aurait été optimale.[18] Selon, White (1989), le système existant résulte dans une utilisation abusive de la procédure de réorganisation lorsque les revenus futurs de la firme sont incertains. Ce résultat découle du fait que les gestionnaires peuvent prendre des risques avec l'argent des créanciers sans en subir les contrecoups. Leurs décisions sont prises en fonction de maximiser le gain aux actionnaires et de la banque sans considération pour les pertes éventuelles que cela pourrait causer aux créanciers subordonnés. Or, étant donné que le choix de la procédure (liquidation vs. réorganisation) est laissé entre les mains des gestionnaires, ces derniers ont tout intérêt à garder la firme en vie, ce qui va à l'encontre du principe de maximisation de la valeur totale de la firme.

---

[17] Voir Aghion, Hart & Moore (1992), Altman (1992), Baird (1986, 1993), Bebchuk (1988), Bradley & Rosenzweig (1992), Jackson (1982, 1986), Jensen-Conklin (1992), LoPucki & Whitford (1990), Rasmussen (1992), Roe (1983), Weiss (1992) et White (1981, 1989, 1992, 1994) pour une évaluation du fonctionnement du système de faillite américain.

[18] Voir Giammarino (1989), Martel (1995a), Webb (1987) et White (1994) pour les études théoriques sur le sujet.

Sur la base de données canadiennes, Fisher & Martel (1995) ont démontré que la fréquence des erreurs de sélection en matière de faillite varie entre 14 et 39% des cas observés. Cela étant dit, Fisher & Martel (1994b) et Martel (1994) démontre que la réorganisation financière sous la loi sur la faillite est une opération fructueuse pour la majorité des entreprises qui y font appel.[19] En effet, plus de 75% des propositions de réorganisation sont acceptées par les créanciers et entre 72% et 81% de ces propositions acceptées sont un succès.[20] Ces résultats contrastent avec les donnés américaines en cette matière. En effet, Flynn (1989) estime que seulement 10 à 12% des propositions soumises sous le Chapitre 11 aux États-Unis reçoivent la confirmation de la cour des faillites.[21] De plus, selon Jensen-Conklin, moins de 10% des propositions confirmés conduisent à un succès. Ces données suggèrent que bien que le système canadien soit sujet aux erreurs de sélection, le système de faillite américain en est la proie de façon systématique.

B. Violation de la règle de priorité absolue

Une deuxième critique formulée envers le système de faillite est qu'il donne lieu à une violation systématique de la règle de priorité absolue lors d'une réorganisation. Aux États-Unis, des études empiriques menées par Eberhart, Moore & Roenfeldt (1990), Frank & Torous (1989), Weiss (1990) et White (1992) supportent cette critique. Ces déviations sont en grande partie attribuables aux différents mécanismes de protection du débiteur ou des actionnaires d'une firme contre les créanciers lors de l'insolvabilité. Selon Frank & Torous (1989), le fait que le débiteur ou les dirigeants de la firme gardent le contrôle sur les décisions de la firme lors d'une réorganisation leur confère un pouvoir de négociation envers les créanciers à la faillite. Ces derniers peuvent menacer les créanciers de faire traîner en longueur les procédures ou encore d'investir dans des projets qui auraient pour effet de diminuer la valeur de leurs créances, en échange de quoi les créanciers sont prêts à renoncer à une partie de leurs compensations au profit des actionnaires de la firme. Sur la base d'un échantillon de 27 firmes, ces deux auteurs montrent que la règle de priorité absolue a été violée dans

---

[19] Ces résultats sont basés sur des données antérieures aux modifications à la Loi sur la faillite de 1992.

[20] Une proposition est un "succès" lorsque le débiteur honore toutes les clauses de la proposition avant que le syndic soit relevé de ses fonctions et que le dossier soit fermé.

[21] LoPucki et Withford (1991) rapportent un taux de confirmation de près de 90% pour un échantillon des soixante quatorze plus gros cas de réorganisation en vertu du Chapitre 11 entre 1979 et 1988. Par contre, cet estimé est biaisé à la hausse étant donné la présence d'un nombre significatif de propositions de liquidation.

78 pour cent des cas (21/27). Lors d'une étude subséquente basée sur un échantillon de 37 entreprises en réorganisation sous la protection du Chapitre 11, Frank & Torous (1994) trouve que la règle de priorité absolue est non-respectée dans 80% des cas et que la valeur moyenne de la déviation est égale à 2.3% de la valeur des créances de la firme. De façon similaire, Eberhart, Moore et Roenfeldt (1990) notent une déviation dans 77% (23/30) des cas de réorganisation étudiés et estiment que la valeur moyenne du transfert aux actionnaires est égal à 7.5 pour cent de la valeur totale distribuée aux créanciers. De plus, une analyse du comportement du prix des actions des entreprises examinées suggère que les déviations à la règle de priorité absolue sont anticipées par les individus oeuvrant sur les marchés financiers et ainsi reflétées dans le prix des actions. Or, selon Weiss (1990), ces anticipations se reflètent également dans une augmentation du coût de financement par la dette car les créanciers anticipent un transfert entre créanciers eux-mêmes et vers les actionnaires lors de l'insolvabilité. Une analyse de 37 entreprises publiques en réorganisation pour la période 1980-1986 montre que la règle de priorité absolue est violée dans 78 pour cent des cas et que ce sont les créanciers non-garantis qui y perdent au profit des actionnaires dans la majorité des cas.[22] Finalement, White (1992) tente de mesurer l'amplitude de la violation de cette règle par l'estimation d'un modèle où les gains des actionnaires sont fonction des gains aux créanciers. A partir d'un échantillon de 55 entreprises en faillite, White estime que même si les actionnaires ne reçoivent aucun paiement lorsque les créanciers reçoivent moins de 20 pour cent de la valeur de leurs créances originales, ils reçoivent 79 cents de tous dollars supplémentaires versés par la firme; le reste, 21 cents, allant aux créanciers.

L'ampleur de ce phénomène est peu connue au Canada. Bien que les différentes études empiriques menées par Fisher & Martel et Martel ne se soient pas attardées spécifiquement à ce problème, une analyse du fonctionnement de la procédure de réorganisation permet de croire que la règle de priorité absolue entre créanciers est en général respectée. En effet, une proposition typique prévoit le paiement aux créanciers garantis en accord avec le contrat existant ou toute autre entente avec le débiteur. En pratique, cela se traduit par le repaiement intégral de la créance originale si la proposition est acceptée. De plus, une proposition prévoit toujours le remboursement intégral des créances privilégiées avant que les créanciers ordinaires puissent obtenir quelque paiement que ce soit. La violation systématique de la règle de priorité absolue surgit lorsque l'on considère le traitement aux actionnaires d'une firme. L'application stricte de la règle de priorité veut que les actionnaires d'une firme ne reçoivent aucun droit sur les actifs de la firme à moins que tous les créanciers aient reçus le remboursement intégral de leurs créances. En théorie, si les créanciers ordinaires

[22] Weiss ne fournit aucune évidence empirique de l'effet de la violation de la règle de priorité absolue sur le coût du financement par la dette.

reçoivent moins que 100% de leurs créances, les actionnaires existants perdent tous leurs droits sur la firme et le contrôle de la firme est alloué aux créanciers sous forme de paiements en actions. Or, au Canada, la très grande majorité des entreprises en réorganisation sont de petites et moyennes entreprises privées dans lesquelles le dirigeant est également l'actionnaire unique ou principal, ce qui lui confère un pouvoir de négociation important.[23] Comme l'avenir de la firme repose sur les connaissances du ou des dirigeants en place et de leur participation à la gestion de l'entreprise et comme les créanciers ordinaires sont conscients du peu qu'ils recevraient en liquidation, ils préfèrent garder le contrôle de la firme dans les mains des actionnaires existants lors d'une réorganisation sans même le diluer.

C. Avenir de la firme décidé par les créanciers

Une troisième critique formulée à l'endroit du système de faillite est qu'il laisse un trop grand pouvoir décisionnel sur l'avenir de la firme dans les mains de parties non-afférentes à la réorganisation. Dans un premier temps, la loi ne devrait offrir aucun pouvoir décisionnel aux créanciers dont la créance n'est pas affectée par la faillite, c'est à dire les créanciers qui reçoivent un remboursement intégral de leur créance. A ce sujet, le U.S. Bankruptcy Code est très stricte. En effet, une classe de créanciers est considérée comme ayant acceptée la proposition d'un débiteur si la proposition prévoit le remboursement complet de la créance. La LFI au Canada est déficiente en ce domaine car elle accorde un droit de vote sur une proposition à des créanciers dont la créance est entièrement remboursée. C'est le cas, entres autres, des créances des gouvernements pour déductions à la source dont la proposition doit prévoir le remboursement complet dans les six mois suivant l'approbation de la proposition par la cour, à défaut de quoi la cour ne peut approuver la proposition. Dans un tel cas, le loi de devrait pas permettre aux gouvernements de décider du sort de la firme.[24]

Dans un deuxième temps, la loi offre un certain pouvoir discrétionnaire à la cour des faillites quant à l'avenir de la firme. Ceci est particulièrement vrai aux États-Unis où la cour intervient de façon périodique dans le déroulement d'une réorganisation, au point de prendre des décisions qui peuvent aller à l'encontre du bien-être de la masse des créanciers. Weiss (1990) rapporte des cas d'utilisation de pouvoir discrétionnaire

---

[23] Selon Martel (1994), plus de 97% des firmes en réorganisation sont des firmes privées sans actions émises publiquement.

[24] Cette approche est d'autant plus l'objet de critique que la Loi de 1992 retire le droit de vote aux détenteurs de créances salariales sur la base que la proposition doit prévoir le remboursement de leurs créances jusqu'à un maximum de $2000. Voir Martel (1995b).

de la cour. Mentionnons comme exemple le cas d'un juge qui a refusé de liquider la compagnie Eastern Airline, allant ainsi à l'encontre de la décision des créanciers; la prorogation systématique de la période d'exclusivité de 120 jours offerte à un débiteur lors d'une réorganisation; ou encore le manque d'uniformité entre district de faillite dans la prorogation de cette période d'exclusivité qui entraîne un comportement stratégique de la part des firmes au niveau du choix du district judiciaire dans lequel ils vont déclarer faillite.[25] L'ampleur de ce problème est beaucoup moins important au Canada car la cour des faillites joue un rôle beaucoup plus effacé.[26] En effet, à moins de litiges importants entre les parties à la faillite ou la réorganisation, la cour n'intervient qu'à la fin du processus afin de libérer le débiteur ou d'approuver ou rejeter la proposition acceptée par les créanciers. Or, selon les données recueillies par Martel (1994), la cour utilise peu fréquemment son pouvoir discrétionnaire pour renverser la décision des créanciers lors d'une proposition. Sur les 294 propositions acceptées par les créanciers (74.8% de 393), seulement 6.8% (20/294) de ces propositions n'ont pas été confirmées par la cour. En ce sens, contrairement au système américain, le système canadien offre un plus grand pouvoir décisionnel aux créanciers afin de décider du sort de la firme.

D. Coûts de faillite

Une dernière critique importante à l'endroit du système judiciaire actuel en matière de faillite est son coût d'utilisation. Comme nous l'avons vu précédemment, il existe un débat sur l'importance des coûts de faillite dans la détermination de la structure optimale du capital des entreprises. La discussion qui suit ne fait que rapporter l'évidence empirique sur les coûts associés à la faillite et à la réorganisation sans entrer dans le débat sur leur importance dans la structure du capital.[27] Les coûts de faillite peuvent être divisés en deux composantes: coûts directs et indirects. Les coûts directs sont les coûts administratifs associés à la faillite ou à la réorganisation alors que les coûts indirects résultent des problèmes d'incitation générés par le stress financier. Les différentes études empiriques divergent sur l'importance des coûts administratifs. Warner (1977) estime que les coûts administratifs totalisent en moyenne 5.3% de la

---

[25] Voir LoPucki & Withford (1991).

[26] Le rôle de la cour des faillites est sans aucun doute beaucoup plus important dans le cas d'une réorganisation sous la Loi C-36.

[27] La conclusion générale qui se dégage des études américaines sur ce sujet est que les coûts de faillite directs sont trop faibles pour avoir un impact important sur la structure du capital dans le cas des entreprises de grande taille.

valeur totale au marché de la dette et de l'avoir des actionnaires au moment de la faillite; White (1983) estime ces coûts à 13% et 16% de la valeur totale de la dette lors de la faillite et de la réorganisation respectivement; Altman (1984) estime que les coûts totalisent 6.0% de la valeur au marché de la firme au moment de la faillite; et enfin Weiss (1990) estime ces coûts à 20.6% de la valeur au marché de l'avoir des actionnaires, à 3.1% de la somme de la valeur au livre de la dette et de la valeur au marché de l'avoir des actionnaires, et à 2.8% de la valeur au livre des actifs de la firme. Au Canada, Martel (1994) estime que les coûts administratifs totalisent, en moyenne, 44.3% et 4.9% de la valeur au livre des actifs et de la dette respectivement lors d'une faillite.[28] Les frais de syndic représentent 80% des coûts administratifs. Dans le cas d'une réorganisation, Fisher & Martel (1994b) estiment que ces coûts totalisent 4.3% de la valeur au livre de la dette et 13.2% du paiement total fait aux créanciers. Martel (1994) confirme ces résultats avec une valeur de 4.8% en proportion de la dette et 13.1% en proportion du paiement aux créanciers. Dans le cas d'une réorganisation, les frais de syndic accaparent, en moyenne, 69.4% des coûts administratifs. Sur la base des données canadiennes, il apparaît donc que les syndics et autres experts en matière de faillite sont les principaux bénéficiaires lors d'une faillite.

La deuxième composante des coûts de faillite sont les coûts indirects. Ces coûts découlent de l'utilisation sous-optimale des ressources de l'entreprise lors de la faillite ou l'insolvabilité et sont liés, entre autre, à la présence d'asymétrie d'information, de conflits d'intérêts entre les divers participants à la faillite, de problèmes de biens publics, de perte de réputation ou de compétitivité de l'entreprise, et d'une augmentation des coûts d'opération. La difficulté principale avec les coûts de faillite indirects est qu'ils sont d'une part difficiles à observer et d'autre part difficiles à départager comme provenant du stress financier ou du stress économique de la firme. Une des premières études dans ce domaine origine d'Altman (1984) qui estime les coûts de faillite indirects d'un échantillon d'entreprises sur la base de la réduction de leurs ventes suite à la faillite et de la différence entre les revenus réalisés et anticipés au cours des trois années précédant la faillite. Or, le problème avec cette approche est qu'elle suppose que la faillite entraîne un déclin dans les ventes de entreprises alors que le vrai lien de causalité peut être inverse, c'est à dire que la faillite a pu être causée par un déclin des ventes de l'entreprise.[29] De plus, la différence entre les revenus réalisés et anticipés peuvent être simplement le fruit d'une erreur de prévision plutôt que la conséquence de la faillite.

---

[28] La proportion de la valeur des actifs utilisés pour couvrir les coûts administratifs augmente à 55.6% si nous utilisons un ratio de la valeur au marché par rapport à la valeur au livre égal à 0.5.

[29] Voir Lang & Stulz (1992) et Opler & Titman (1992).

Opler & Titman (1992) entreprennent d'estimer les coûts de faillite indirects tout en évitant le problème de causalité rencontré par Altman. Pour ce faire, ces deux auteurs groupent les entreprises sur la base de leur ratio d'endettement dans les années où l'industrie connaît une bonne performance pour ensuite mesurer la performance des entreprises dans chacun de ces groupes au cours des périodes où l'industrie connaît une mauvaise performance. L'intuition derrière cette approche est que s'il existe des coûts indirects à la faillite, les entreprises plus endettées auront plus de difficultés à s'en sortir comparativement à d'autres entreprises moins endettées lors de périodes creuses dans l'industrie. Selon leur étude, les entreprises avec un haut niveau d'endettement subissent une diminution de leurs ventes de l'ordre de 3 à 11 pour cent plus élevée que les entreprises à faible niveau d'endettement dans les industries à faible performance. Ces résultats suggèrent qu'il existe des coûts importants associés à la structure du capital lors de périodes de stress financier.

De leur côté, Lang & Stulz (1992) étudient l'effet de contagion à l'intérieur d'une industrie suite à l'annonce d'une faillite par une entreprise. Cet effet est mesuré par l'impact de l'annonce d'une faillite par une entreprise sur le prix des actions des autres entreprises d'une même industrie. L'idée à la base de cette démarche est que l'annonce d'une faillite par une entreprise individuelle transmet de l'information au marché sur l'état de l'encaisse d'entreprises similaires dans la même industrie et sur leur capacité concurrentielle. Sur la base de leurs travaux, Lang & Stulz estiment que l'annonce d'une faillite par une entreprise entraîne, au moment de l'annonce, une réduction moyenne de 1 pour cent de la valeur des actions de ses concurrents dans l'industrie. L'effet est encore plus significatif dans le cas des industries à haut niveau d'endettement où la réduction de la valeur des actions des concurrents est d'environ 3 pour cent en moyenne. Or, l'annonce d'une faillite dans une industrie peut également transmettre de l'information positive aux participants sur le marché. En effet, Lang & Stulz trouvent un effet inverse dans les industries à haut niveau de concentration et à faible niveau d'endettement, c'est à dire que l'annonce d'une faillite par une firme entraîne une augmentation moyenne de la valeur des actions de ses concurrents dans l'industrie de l'ordre de 2.2 pour cent. Cette augmentation résulte de l'amélioration de la position concurrentielle des autres firmes dans cette même industrie.

2.3 Mécanismes alternatifs en matière de faillite

Face aux différents problèmes générés par l'existence simultanée d'une procédure de faillite et de réorganisation et les différents problèmes d'incitation qui y sont liés, plusieurs auteurs ont proposé des mécanismes alternatifs en cas d'insolvabilité. Bien que ces mécanismes sont en réponse aux problèmes soulevés par la procédure de

réorganisation, ils impliquent, pour la plupart, l'abolition des deux procédures existantes au profit d'une procédure unique lors d'insolvabilité.

Le problème majeur qui survient lors de l'insolvabilité à trait à la détermination de la valeur de la firme. Cette évaluation est relativement simple lors d'une liquidation car les actifs de la firme sont vendus sur le marché et le produit de la vente est distribué aux créanciers selon l'ordre de priorité absolue. Comme les actifs tombent sous le contrôle des créanciers lors d'une faillite, ils ont tout intérêt à utiliser les actifs de façon à maximiser leur rendement. Par contre, la détermination de la valeur de la firme est la pierre angulaire des problèmes rencontrés lors d'une réorganisation financière car cette procédure ne donne lieu à aucune vente des actifs de la firme. En fait, la réorganisation peut être perçue comme une vente fictive des actifs de la firme aux créanciers existants à un prix égal à la valeur des créances existantes. Avec l'accord des créanciers, le débiteur peut alors racheter les actifs de la firme pour un montant égal à la valeur des créances à être remboursées. Or, la valeur du remboursement fait aux créanciers dépend justement de la valeur future de la firme telle qu'anticipée par les créanciers. Par conséquent, la valeur de la firme n'est pas aussi bien définie lors d'une réorganisation et les conflits pouvant exister entre les différentes classes de créanciers peuvent interférer avec sa détermination.

L'avantage principal des mécanismes proposés est qu'ils mènent à une allocation des actifs de la firme lors d'insolvabilité qui n'est pas basée sur un rapport de force entre créanciers ou sur une structure de négociation pré-déterminée entre ces mêmes créanciers. L'utilisation de ces mécanismes permet donc de maximiser la valeur de la firme sans se préoccuper de la distribution des actifs entre les participants qui est simplement soumise au respect de la règle de priorité absolue.

Le premier type de mécanisme de faillite alternatif fut proposé par Roe (1983). Selon cet auteur, la procédure existante en matière de réorganisation financière doit être abolie et remplacée par un mécanisme de marché dans lequel la dette d'une firme est entièrement effacée et transformée en actions lors de l'insolvabilité. Les créanciers existants deviennent alors les actionnaires de la nouvelle firme et peuvent ainsi décider du sort de la firme de façon optimale. Afin de déterminer la valeur des actions à être distribuées, Roe suggère que la firme vende 10% de ses actions sur le marché, ce qui permettra ensuite de déterminer la valeur de la firme en réorganisation. Les droits dans la firme sont ensuite alloués selon la règle de priorité absolue.

Selon Bebchuk (1988), bien que supérieur au mécanisme de réorganisation existant du point de vue de l'utilisation optimale des actifs de la firme, le mécanisme proposé par Roe présente certains inconvénients. Premièrement, il suppose une évaluation précise de la valeur des actions de la firme en réorganisation par le marché. Or, il est

raisonnable de penser que le marché tend à sous-évaluer ces titres ce qui entraînera une sous-évaluation de la firme. Deuxièmement, la vente d'une partie des actions de la firme peur inciter certains participants au processus de réorganisation à manipuler le prix de vente des actions sur le marché afin d'en tirer bénéfice. Finalement, cette procédure est inapplicable dans le cas des entreprises qui ne se financent pas par émissions d'actions. Au Canada, par exemple, 97.5% des entreprises en réorganisation sous la loi sur la faillite n'ont aucune action émise de façon publique. Afin de contourner ces problèmes, Bebchuk propose une version révisée de la procédure de réorganisation dans laquelle les créanciers à la faillite obtiennent des droits d'options sur les actifs de la firme et l'exercice de ces droits se fait à un prix déterminé par la règle de priorité absolue.[30] L'innovation dans ce mécanisme est que l'allocation des droits aux créanciers est indépendante de la valeur de la firme et des divergences entre créanciers d'une part et entre créanciers et actionnaires d'autre part. La seule information qui est requise est la valeur et le statut relatif de chacune de créances.

Illustrons ce mécanisme à l'aide d'un exemple simple. Soit deux classes de créanciers, de premier rang et subordonné, comprenant chacune 100 créanciers avec une créance individuelle de $1, et 100 actionnaires possédant chacun une action de la firme. Soit V la valeur future de la firme en réorganisation. Lors de la faillite, les créanciers de premier rang ont droit à la valeur totale de la firme si $V \leq \$100$ et à $100 si $V>\$100$. Les créanciers subordonnés n'ont aucun droit sur la valeur de la firme si $V \leq \$100$, à V-$100 si $\$100<V\leq\$200$ et à $100 si $V>\$200$. Finalement, les actionnaires perdent tous leurs droits sur la firme si $V\leq\$200$ et ils ont droit à V-$200 si $V>\$200$. Lors de la faillite, la dette de la firme est entièrement effacée et ses actions sont allouées aux créanciers de premier rang à un taux d'une action par dollar de créance. Les créanciers subordonnés et les actionnaires obtiennent des droits d'options sur les actifs de la firme à un prix d'exercice de $1 et $2 respectivement. Du point de vue des actionnaires, si $V>\$200$, il leur sera avantageux d'exercer leurs options et d'acquérir la firme dont la valeur est supérieure au montant déboursé, soit $200. En ce faisant, tous les créanciers de rang supérieur aux actionnaires sont entièrement remboursés ce qui respecte la règle de priorité absolue. Par contre, si les actionnaires estiment que $V\leq\$200$, il n'exerceront pas leurs droits d'options et renonceront à tous droits envers la firme. A ce moment, les créanciers subordonnés entrent en jeu et peuvent exercer leurs droits s'ils estiment que $V>\$100$, auquel cas ils deviennent les nouveaux actionnaires de la firme et les créanciers de premier rang sont entièrement remboursés. Si leur évaluation de la firme est telle que $V\leq\$100$, ils renonceront à leurs droits sur les actifs de la firme

[30] Bradley & Rosenzweig (1992) proposent un mécanisme similaire à celui de Bebchuk (1988). Par contre, l'analyse empirique sur laquelle s'appuie cette proposition a été grandement critiquée et remise en question par Altman (1992) et Eisenberg (1993).

et les actions demeureront entre les mains des créanciers de premier rang qui pourront alors décider du sort de la firme.

Récemment, Aghion, Hart & Moore (1992) ont proposé un mécanisme révisé de celui élaboré par Bebchuk dans lequel les parties à la faillite peuvent faire des offres monétaires et non-monétaires afin d'acquérir les actifs de la firme. Une offre monétaire est équivalente à l'achat des actifs de la firme alors qu'une offre non-monétaire correspond à l'acquisition des actifs en échange d'une participation sous forme d'actions dans la firme. Quelques exemples d'offres non-monétaires sont: (i) les dirigeants existants proposent de continuer à diriger l'entreprise en échange du transfert d'une partie ou de toutes les actions aux créanciers; (ii) une nouvelle équipe de dirigeants propose de diriger la firme en échange du transfert d'une partie ou de toutes les actions aux créanciers; (iii) les dirigeants existants ou nouveaux proposent de diriger la firme, d'emprunter sur le marché et d'offrir une combinaison de paiements comptants et en actions aux créanciers. Une fois les différentes propositions soumises, les créanciers jouissent d'une courte période afin d'échanger leurs droits d'options dans la firme qui leurs ont été alloués selon la formule proposée par Bebchuk. A la fin de cette période d'échange, les droits de vote sur les propositions sont alloués aux nouveaux propriétaires de la firme qui peuvent être soit les anciens actionnaires, les créanciers existants ou une combinaison des deux.

L'avantage d'une telle procédure est qu'elle sépare complètement le problème d'allocation des droits sur les actifs de la firme de celui de la maximisation de la valeur de la firme, qu'elle respecte la règle de priorité absolue et qu'elle laisse le sort de la firme exclusivement entre les mains de ceux qui ont un droit sur les actifs de cette même firme. De plus, son bon fonctionnement permet une solution rapide à l'insolvabilité d'un débiteur.

Baird (1986) reconnaît qu'il existe un parallèle important entre la procédure de faillite et celle de réorganisation, c'est à dire que chacune des procédures implique la vente des actifs de la firme et une distribution aux créanciers. L'avantage de la procédure de liquidation est qu'elle entraîne la vente réelle des actifs de la firme, elle respecte les droits que les créanciers auraient en dehors de la loi sur la faillite et elle évite les problèmes de négociations coûteuses entre les parties. Par conséquent, Baird propose l'abolition de la procédure de réorganisation et son remplacement par une procédure d'enchère dans laquelle toute firme en faillite verrait ses actifs vendus aux enchères de façon morcelée ou en bloc, ce qui correspond essentiellement à la procédure de liquidation sous la loi sur la faillite. Or, un mécanisme d'enchère pour les entreprises

en faillite n'est pas à l'abri de tous problèmes.[31] Entre autres, l'efficacité des enchères peut être affectée par (i) la présence d'imperfections sur le marché du capital, (ii) l'absence de concurrence entre les acheteurs potentiels des actifs de la firme, (iii) le comportement stratégique des dirigeants de la firme qui peuvent manipuler l'enchère de façon à y extraire des rentes, (iv) la présence de problèmes d'information et d'évaluation quant à la viabilité future de la firme et (v) le fait que la firme doit être vendue en entier en échange d'argent comptant plutôt que contre des intérêts ou des parts dans cette même firme.

Pour Rasmussen (1992), la grande diversité entre les entreprises justifie l'existence simultanée de plusieurs mécanismes de faillite concurrentiel. Lors d'insolvabilité, les firmes pourraient alors choisir parmi un menu de mécanismes celui qui correspond le mieux à leurs besoins individuels. L'auteur propose cinq mécanismes: (i) une option de non-faillite par laquelle une firme s'engage à ne pas recourir à la loi sur la faillite lors de difficultés financières mais plutôt aux lois civiles en matière de contrat privé et de recouvrement de dettes; (ii) une version révisée de la procédure de liquidation existante par laquelle les firmes sont vendues aux enchères; (iii) la procédure de réorganisation existante; (iv) un mécanisme avec un gel des procédures sélectif dans lequel les procédures de tous les créanciers sont gelées, à l'exception des procédures des bailleurs de fonds afin d'inciter les dirigeants à éviter les difficultés financières, et (v) un mécanisme de faillite individualisé pour chaque firme sur la base de leurs besoins, sujet à la condition que les créanciers dissidents soient traités en accord avec les lois civiles.

Cette approche se veut originale car elle permet la concurrence entre différents mécanismes lors d'insolvabilité. Par contre, il existe des doutes sur la capacité de certains de ces mécanismes à solutionner le problème d'insolvabilité. Par exemple, l'option de non-faillite, efficace ex ante, peut ne pas être efficace ex post dans des situations qui dicteraient une renégociation entre les différents participants. De plus, l'existence de procédures alternatives aux procédures existantes ne règle en rien les problèmes d'incitation liés à ces même procédures. Étant donné l'utilisation historique de la procédure de réorganisation, il est fort à parier que beaucoup d'entreprises continueraient à l'utiliser ce qui ne résoudrait rien aux problèmes existants.

L'idée centrale derrière les différents mécanismes alternatifs proposés est qu'ils engendrent une meilleure utilisation des ressources de la firme lors de la faillite. Bien que théoriquement valable, cette approche rencontre quelques oppositions. En effet, Easterbrook (1990) prétend que les coûts engendrés par les erreurs d'évaluation des actifs sont moins importants que les coûts liés à l'utilisation d'un système de marché.

---

[31] Voir Aghion, Hart & Moore (1992), Cornelli & Felli (1994) et Jackson (1993).

De plus, la mise en place de telles procédures nécessiterait des révisions majeures non seulement aux lois sur la faillite et sur les corporations mais également à la philosophie sous-jacente à la loi sur la faillite. En effet, pour plusieurs, dont les législateurs, la faillite est perçue comme un événement négatif du point de vue économique. La faillite ou encore la liquidation résulte dans l'interruption des activités de la firme, dans la perte d'investissements et surtout dans la perte de nombreux emplois. Cette perception est à la base même de la récente réforme à Loi sur la faillite qui est entrée en vigueur en décembre 1992 dont la philosophie sous-jacente est d'encourager l'utilisation de la procédure de réorganisation plutôt que la procédure de liquidation afin de garder en vie des entreprises en difficultés financières et de sauver des emplois.[32] Cette philosophie contraste avec celle sous-jacente aux différents mécanismes de faillite alternatifs proposés ci-dessus selon laquelle la faillite permet une réallocation efficace des ressources dans l'économie. Malheureusement, cette approche est souvent ignorée par les législateurs.

Finalement, il existe une contrainte supplémentaire à la mise sur pied de mécanismes tels que proposés par Aghion, Hart et Moore. En effet, la création de marchés pour les créances de la firme ou encore les droits d'options des créanciers nécessite la présence d'une masse critique qui est essentielle à son bon fonctionnement. Or, tout laisse croire que les marchés sont présentement trop minces pour permettre de telles possibilités.

Conclusion

La dette comme instrument de financement représente un outil important pour les entreprises. Or, son utilisation peut entraîner des problèmes particuliers lorsque la firme est incapable de rencontrer ses obligations contractuelles. Cette situation peut entraîner la faillite, c'est à dire le transfert du contrôle des actifs de la firme des gestionnaires ou des actionnaires vers les créanciers. Une fois ce transfert accompli, une décision doit être prise quant à l'avenir de la firme. Cela peut se traduire par la liquidation des actifs de la firme ou par la restructuration de sa dette avec ses créanciers.

Au Canada, la Loi sur la faillite et l'insolvabilité définit le cadre juridique pour les entreprises en faillite. Comme nous l'avons vu, l'existence simultanée d'une procédure de liquidation et de réorganisation engendre des erreurs de sélection entre les firmes en difficultés financières et entraîne ainsi une allocation inefficace des ressources dans l'économie. Pour palier à ce problème, un certain nombre de mécanismes alternatifs

[32] Voir Fisher & Martel (1994a) et Martel (1995b).

ont été proposés comme solution au stress financier. L'avantage principal des mécanismes proposés est qu'ils mènent à une allocation des actifs de la firme lors d'insolvabilité qui n'est pas basée sur un rapport de force entre créanciers ou sur une structure de négociation pré-déterminée entre ces mêmes créanciers. Leur utilisation permet donc de maximiser la valeur de la firme sans se préoccuper de la distribution des actifs entre les participants. Bien que prometteur, ces mécanismes font face à une difficulté majeure, c'est à dire qu'ils requièrent des réformes importantes dans plusieurs aspects du cadre institutionnel existant et dans la philosophie qui sous-jacente à la loi sur la faillite. A ce titre, les récentes réformes aux systèmes d'insolvabilité dans différents pays industrialisés portent à croire que les législateurs sont peu sensibles aux bienfaits potentiels de ces mécanismes.

BIBLIOGRAPHIE

Aghion, P. et P. Bolton (1992) « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting », *Review of Economic Studies* 59: 473-494.

Aghion, P., O. Hart et J. Moore (1992) « The Economics of Bankruptcy Reform », *Journal of Law Economics and Organization* 8: 523-546.

Aivazian, V. A. et J. L. Callen (1983) « Reorganization in Bankruptcy and the Issue of Strategic Risk », *Journal of Banking and Finance* 7: 119-133.

Altman, E. I. (1984) « A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question », *Journal of Finance* 39, septembre: 1067-1089.

Altman, E. I. (1992) « Evaluating the Chapter 11 Bankruptcy Reorganization Process», document de travail 92-22, Leonard N. Stern School of Business, New York Uinversity Salomon Center, avril: 1-32.

Baird, D. G. (1986) «The Uneasy Case for Corporate Reorganization », *Journal of Legal Studies* 15, janvier: 127-147.

Baird, D. G. (1993) « Revisiting Auctions in Chapter 11 », *Journal of Law and Economics* 36, avril: 633-653.

Baird, D. G. et T. Jackson (1988) « Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », *The University of Chicago Law Review* 55: 738-789.

Beardsley, J. (1985) « The New French Bankruptcy Statute », *International Lawyer* 19: 973-980.

Bebchuk, L. A. (1988) « A New Approach to Corporate Reorganizations », *Harvard Law Review* 101: 775-804.

Bebchuk, L. A. et H. F. Chang (1990) «Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization », document de travail no. 80, Harvard Law School, décembre: 1-32.

Bermant, G., P. A. Lombard et E. C. Wiggins (1991) « A Day in the Judicial Life: The Federal Judicial Center's 1988-1989 Bankruptcy Court Time Study », *American Bankruptcy Law Journal* 65: 491-523.

Bohémier, A. (1992) « Faillite et Insolvabilté » Tome 1, ed. Thémis, Université de Montréal.

Bradley, M., G. A. Jarrell et E. H. Kim (1984) « On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence », *Journal of Finance* 39, juillet: 857-880.

Bradley, M. et M. Rosenzweig (1992) « The Untenable Case for Chapter 11 », *The Yale Law Journal* 101: 1043-1095.

Brown, D. (1989) « Claimholder Incentive Conflicts in Reorganization: The Role of Bankruptcy Law », *Review of Financial Studies* 2: 109-123.

Bulow J. et J. Shoven (1978) « The Bankruptcy Decision », *The Bell Journal of Economics* 9, automne: 437-456.

Casey, C. J., V. E. McGee et C. P. Stickney (1986) « Discriminating Between Reorganized and Liquidated Firms in Bankruptcy », *The Accounting Review* 61, avril: 249-262.

Castanias, R. (1983) « Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure », *Journal of Finance* 38, décembre: 1617-1635.

Cornelli, F. et L. Felli (1994) « Efficiency of Bankruptcy Procedures » document de travail no. 245, Banca d'Italia, décembre: 1-29.

Ducan, L. et J. D. Honsberger (1961) « Bankruptcy in Canada », 3ième edition, Collection "Canadian Legal Authors", Toronto, Canada Law Book.

Easterbrook, F. (1990) « Is Corporate Bankruptcy Efficient », *Journal of Financial Economics* 27, octobre: 411-417.

Eberhart, A., W. Moore et R. Roenfeldt (1990) « Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings », *Journal of Finance* 45, décembre: 1457-1469.

Eisenberg, T. (1993) « Baseline Problems in Assessing Chapter 11 », *The University of Toronto Law Journal* 43: 633-677.

Fisher, T. et J. Martel (1994) « Will the Bankruptcy Reforms Work? An Empirical Analysis of Financial Reorganization in Canada », *Canadian Public Policy* 20, septembre: 265-277.

Fisher, T. et J. Martel (1994) « Financial Reorganization in Canada », *Canadian Business Economics 2*, hiver: 54-66.

Fisher, T. et J. Martel (1995) « The Creditors' Financial Reorganization Decision: New Evidence from Canadian Data », *Journal of Law, Economics and Organization* 13, avril: 112-126.

Flynn, E. (1989) « Statistical Analysis of Chapter 11 », document de travail, Administrative Office of the United States Courts, Bankruptcy Division, octobre: 1-35.

Frank, J. et W. Torous (1989) « An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization », Journal of Finance 44, juillet: 747-769.

Frank, J. et W. Torous (1994) « A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations », *Journal fo Financial Economics* 35: 349- 370.

Giammarino, R. (1989) « The Resolution of Financial Distress », *Review of Financial Studies* 2: 25-47

Harris, M. et A. Raviv (1990) « Capital Structure and the Informational Role of Debt», *Journal of Finance* 45, juin: 321-349.

Harris, M. et A. Raviv (1991) « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance* 46, mars: 297-355.

Hart, O. et J. Moore (1991) « A Theory of Debt Based on the Inalienability of human Capital », Document de travail TE/91/233, Suntory-Toyota International

Center for Economics and Related Discipline, London School of Economics, octobre: 1-60.

Hart, O. (1993) « Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective » dans Blair, M. (ed.) *The Deal Decade: What Takeovers and Leverage Buyouts Mean for Corporate Governance*, The Brookings Institutions: 19-53.

Hart, O. et J. Moore (1995) « Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management », *American Economic Review* 85, juin: 567-585.

Haugen, R. A. et L. W. Senbet (1978) «The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Finance* 33, mai: 383-392.

Haugen, R. A. et L. W. Senbet (1988) « Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Financial and Quantitative Economics* 23, mars: 27-38.

Jackson, T. (1982) « Bankruptcy, Non-Bankrupcty Entitlements, and the Creditors' Bargain », *The Yale Law Journal* 91: avril: 857-907.

Jackson, T. (1986) « The Logic and Limits of Bankruptcy Law » Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.

Jackson, T (1993) « Comment on Baird: "Revisiting Auctions in Chapter 11 », *Journal of Law and Economic* 36, avril: 655-669.

Jensen, M. et W. Meckling (1976) « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure » *Journal of Financial Economics* 3, octobre: 305-360.

Jensen, M. (1986) « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review* 76, mai: 323-329.

Jensen-Conklin, S. (1992) « Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate? The Results of a Study and Analysis of the Law », *Commercial Law Journal* 97: 297-331.

Kim, E.M. (1978) « A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity », *Journal of Finance* 33, mars: 45-64.

Kraus A. et R. Litzenberger (1973) « A State Preference Model of Optimal Financial Leverage », Journal of Finance 28, septembre: 911-922

Lang, L.H.P. et R. M. Stulz (1992) « Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements », *Journal of Financial Economics* 32: 45-60.

Leonard, E. B. (1988) « Guide to Commercial Insolvency in Canada », Butterworths, Toronto.

Leyland, H. E. et D. H. Pyle (1977) « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *Journal of Finance* 32, mai: 371-387.

Loi sur la faillite et l'insolvabilité, L.R.C. (1985), ch. B-3

LoPucki, L. M. et W. C. Withford (1990) « Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies », *University of Pennsylvania Law Review* 139, novembre: 125-196.

LoPucki, L. M. et W. C. Withford (1991) « Venue Choice and Form Shopping in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly-Held Companies », *Wisconsin Law Review*: 11-63.

LoPucki, L. M. et G. C. Triantis (1994) « A Systems Approach to Comparing U.S. and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies », *Harvard International Law Journal* 35, printemps: 267-343.

Martel, J. (1991) «Bankruptcy Law and the Canadian Experience: An Economic Appraisal », *Canadian Public Policy* 17, mars: 52-63.

Martel, J. (1994) « Commercial Bankruptcy and Financial Reorganization in Canada», document de travail 94c-2, CIRANO, septembre: 1-38.

Martel, J. (1995) « Signaling in Financial Reorganization: Theory and Evidence from Canada », document de travail 95s-34, CIRANO, août: 1-36.

Martel, J. (1995) « More on the Impact of Bankruptcy Reform in Canada », document non-publié, CIRANO, août 1995.

Martel, J. (1995) « Commercial Bankruptcy in Canada », *Canadian Business Economics*, 3, July-Sept, Summer 1995, p. 53-64.

Milgrom, P. et J. Roberts (1992) « Economics, Organization and Management », Prentice-Hall, New Jersey.

Modigliani, F. et M. Miller (1958) « The Cost of Capital, Corporattion Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review* 48, juin: 261-297.

Modigliani, F. et M. Miller (1963) « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital», *American Economic Review* 53, juin: 433-443.

Myers, S. C. (1984) « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance* 39, juillet: 575-592.

Myers S. C. et N. S. Majluf (1984) « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.

Opler, T.C. et S. Titman (1992) « The Indirect Costs of Financial Distress », document non-publié, Cox School of Business, Southern Methodist University, mai: 1-30.

Poitevin, M. (1989) «Information et marchés financiers: une revue de la litérature », *Actualité Économique* 65, décembre: 555-589.

Rasmussen, R. (1992) « Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy», *Texas Law Review* 71: 51-121.

Robichek, A. et S. Myers (1966) « Problems in the Theory of optimal Capital Structure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1, juin: 1-35.

Roe, M. (1983) « Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization»,*Columbia Law Review* 83, avril: 527-602.

Ross, S. A. (1977) « The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach », *Bell Journal of Economics* 8: 23-40.

Scott J. (1976) « A Theory of Optimal Capital Structure », *Bell Journal of Economics* 7, printemps: 33-54.

Senbet, L. W. et J. K. Seward (1993) « Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization », document non-publié, College of Business and Management, University of Maryland, juillet: 1-63.

Smith, M. (1991) « Bankruptcy Reform in the United Kingdom », document de travail, Research Branch, Law and Government Division, Library of Parliament, Canada: 1-19.

Stiglitz, J. E. (1974) « On the Irrelevance of Corporate Financial Policy », *American Economic Review* 64, décembre: 851-866.

Stiglitz J. E. et A. Weiss (1981) «Credit Rationing in Markets with Incomplete Information », *American Economic Review*, 71: 393-410.

Titman, S. (1984) « The Effects of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision», *Journal of Financial Economics* 13: 137-151.

Titman, S. et R. Wessels (1988) « The Determinants of Capital Structure Choice », *Journal of Finance* 43, mars: 1-19.

Van Horne, J. C. (1976) « Optimal Initiation of Bankruptcy Proceedings by Debt Holders », *Journal of Finance* 31, juin: 897-910.

Warner, J. (1977) « Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims », *Journnal of Financial Economics* 20, mai: 239-276.

Webb, D. (1987) « The Importance of Incomplete Information in Explaining the Existence of Costly Bankruptcy », *Economica* 54, août: 279-288.

Webb, D. (1988) « Does the 1986 Insolvency Act Satisfies the Creditors' Bargain? », documeent de travail no. 0027, Department of Economics, London School of Economics, février: 1-24.

Weiss, L. A. (1990) « Bankruptcy Resolution: Direct Costs and the Violation of Priority of Claims », *Journal of Financial Economics* 27: 285-314

White, M. J. (1981) « Economics of Bankruptcy: Liquidation and Reorganization », document de travail no. 239, Solomon Brother Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University, août: 1-40.

White, M. J. (1983) « Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code », *Journal of Finance* 38, mai: 477-487.

White M. J. (1984) « Bankruptcy, Liquidation and Reorganization », dans Logue, D. (ed.) *Handbook of Modern Finance*, Warren, Gorham et Lamont.

White M. J. (1989) « The Corporate Bankruptcy Decision », *Journal of Economic Perspective* 3, printemps: 129-151.

White, M. J. (1992) « Measuring Deviatons from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcy », Journal of Legal Economics, juillet: 71-77.

White M. J. (1993) « The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison », document de travail no. 48, Center for Economic Studies, University of Munich, octobre: 1- 42.

White, M. J. (1994) « Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings », *Journal of Law, Economics and Organization* 10, octobre: 268-295.

Liste des publications au CIRANO

Série Scientifique / *Scientific Series* (ISSN 1198-8177)

96s-03 Solutions au stress financier : Un survol de la littérature / Jocelyn Martel

96s-02 The Politics and Regulation of Hydroelectricity : The Case of Quebec in the Thirties / Ruth Dupré, Michel Patry et Patrick Joly

96s-01 Cognition in Seemingly Riskless Choices and Judgments / Louis Lévy-Garboua et Claude Montmarquette

95s-51 Entry Blockading Locations / Marcel Boyer, Philippe Mahenc et Michel Moreaux

95s-50 Environmental Protection, Producer Insolvency and Lender Liability / Marcel Boyer et Jean-Jacques Laffont

95s-49 Stochastic Volatility / Eric Ghysels, Andrew Harvey et Eric Renault

95s-48 Is Workers' Compensation Disguised Unemployment Insurance? / Bernard Fortin, Paul Lanoie et Christine Laporte

95s-47 Asset and Commodity Prices with Multiattribute Durable Goods / Jérôme Detemple et Christos I. Giannikos

95s-46 Cohort Effects and Returns to Seniority in France / David N. Margolis

95s-45 Costs and Benefits of Preventing Workplace Accidents : Going from a Mechanical to a Manual Handling System / Paul Lanoie et Louis Trottier

95s-44 Estimating and Testing Exponential-Affine Term Structure Models by Kalman Filter / Jin-Chuan Duan et Jean-Guy Simonato

95s-43 Empirical Martingale Simulation for Asset Prices / Jin-Chuan Duan et Jean-Guy Simonato

95s-42 Trading Patterns, Time Deformation and Stochastic Volatility in Foreign Exchange Markets / Eric Ghysels, Christian Gouriéroux et Joanna Jasiak

95s-41 Testing the Option Value Theory of Irreversible Investment / Tarek M. Harchaoui et Pierre Lasserre

95s-40 Vertical Integration, Foreclosure and Profits in the Presence of Double Marginalisation / Gérard Gaudet et Ngo Van Long

95s-39 On the Dynamic Specification of International Asset Pricing Models / Maral kichian, René Garcia et Eric Ghysels

95s-38 Costs and Benefits of Preventing Worplace Accidents: The Case of Participatory Ergonomics / Paul Lanoie et Sophie Tavenas

95s-37 Dynamic Incentive Contracts with Uncorrelated Private Information and History Dependent Outcomes / Gérard Gaudet, Pierre Lasserre et Ngo Van Long

95s-36 Some Results on the Markov Equilibria of a class of Homogeneous Differential Games / Ngo Van Long et Koji Shimomura

95s-35 Capacity Commitment Versus Flexibility : The Technological Choice Nexus in a Strategic Context / Marcel Boyer et Michel Moreaux

95s-34 Signaling in Financial Reorganization : Theory and Evidence from Canada / par Jocelyn Martel

95s-33 Real Investment Decisions Under Information Constraints / par Gérard Gaudet, Pierre Lasserre et Ngo Van Long