érudit
www.erudit.org

Article

# « Endettement des firmes et comportements de rivalité : l'apport des principaux modèles en économie industrielle »

Nicolas Le Pape

*L'Actualité économique*, vol. 77, n° 2, 2001, p. 281-302.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: http://id.erudit.org/iderudit/602353ar

DOI: 10.7202/602353ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

*Érudit* est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. *Érudit* offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

Document téléchargé le 12 février 2017 03:27

L'Actualité économique, Revue d'analyse économique, vol. 77, n° 2, juin 2001

# *Endettement des firmes et comportements de rivalité : l'apport des principaux modèles en économie industrielle*

Nicolas LE PAPE
*G.E.M.M.A.-L.E.R.E.*
*Faculté de Sciences Économiques et de Gestion*
*Université de Caen*

RÉSUMÉ – L'objet de ce papier est de présenter, d'analyser et de comparer des modèles d'économie industrielle dans lesquels on démontre que les firmes sont en mesure de tirer parti stratégiquement de leur niveau d'endettement afin d'influencer leur positionnement sur un marché ou le degré de concurrence dans une industrie. L'originalité de ce courant particulier de l'économie industrielle repose essentiellement sur la fonction stratégique, distincte de la fonction incitative, reconnue au contrat de dette. Nous examinons la nature de la liaison que l'on peut établir entre les caractéristiques des jeux de production et un comportement stratégique d'endettement des firmes sur deux plans. Tout d'abord en considérant l'influence de l'endettement sur la dimension collusive/concurrentielle d'une industrie et sur les conditions d'acquisition d'un pouvoir de monopole entre firmes installées. Ensuite, en soulignant l'impact de la dette sur des stratégies de pénétration de nouveaux marchés.

ABSTRACT – The aim of this paper is to present, to analyze and to compare models in the field of industrial organization in which firms can strategically use their debt in order to influence the market structure or the degree of competition within the industry. The original feature of this particular trend in industrial organization is shown. It is essentially based on the new function of the strategic interaction instrument in association with the debt contract. An examination of the relationship between the characteristics of the production game and the debt strategic behavior constitute the purpose of this paper. First, we consider the influence of the debt on the collusive/competitive dimension of the industry or on the acquisition of a monopolistic power. Second, we examine the impact of the debt on an entry game.

## INTRODUCTION

Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, les modèles d'économie industrielle se sont attachés à décrire les comportements de rivalité entre firmes sans tenir

compte du rôle des choix financiers sur les incitations à produire ou à investir[1]. Dans la littérature relative à l'étude du comportement stratégique des firmes, la problématique du partage du profit entre les apporteurs de capitaux n'était pas introduite. En d'autres termes, les comportements de marché de la firme étaient supposés être dictés par l'unique critère de la maximisation de son profit, de sorte que l'impact d'un financement par émission d'actions nouvelles ou par recours à l'emprunt n'était pas pris en compte dans la modélisation des comportements oligopolistiques. Étrangement, les modèles ont longtemps reposé sur l'hypothèse implicite selon laquelle la structure financière n'influence pas les comportements de production alors qu'elle introduit une possibilité de faillite liée à un financement par une dette risquée.

Cette stricte séparation entre les comportements de production et les décisions financières est justifiée par le théorème de Modigliani-Miller (1958) selon lequel le mode de financement ne modifie pas la valeur de marché d'une entreprise. Autrement dit, les comportements de production maximiseraient la valeur de marché d'une firme quelle que soit la nature du contrat financier dans lequel elle s'est engagée lors du processus d'acquisition des ressources (capitaux propres ou capitaux d'emprunt).

Plusieurs modèles vont contester cette thèse de la neutralité des choix financiers. L'avantage théorique d'un niveau croissant de dette a été identifié. Ainsi, il permet d'atténuer les conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires extérieurs (Jensen et Meckling, 1976), de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants (Hart, 1988), de signaler des perspectives de profit élevées (Ross, 1977) ou de modifier les rapports de force entre la firme et des tiers[2] (salariés, instance de régulation ou acquéreurs potentiels).

Un avantage supplémentaire à la politique d'endettement des firmes industrielles est également reconnu dans les nombreux travaux en économie industrielle que nous allons étudier. Cette littérature identifie le rôle des décisions financières sur les incitations du propriétaire/dirigeant à modifier les comportements d'investissement et de production de la firme. Dans le cas d'une industrie oligopolistique, la décision d'endettement est alors liée au jeu des interactions stratégiques entre

1. Schmalensee (1988) passe en revue les modèles de comportement d'oligopole dans lesquels l'origine des interactions stratégiques repose sur une rivalité hors-prix. Celle-ci correspond à une concurrence sur la base de l'intensité des dépenses en recherche et développement, du montant des dépenses publicitaires, de l'importance des dépenses en capital fixe, de la construction d'un réseau, des procédures de fusions... L'auteur n'élargit pas le champ de la rivalité hors-prix à l'intensité des contraintes financières qui pèsent sur la firme.

2. Un ensemble de modèles identifie l'avantage de la dette dans des jeux de négociation ou de marchandage vis-à-vis de tiers. Cet avantage est lié au fait que la dette fait peser une menace de faillite qui peut être coûteuse pour ces derniers. Spiegel et Spulber (1994), Dasgupta et Nanda (1993) identifient cet avantage dans un jeu de négociation avec une instance de régulation; Bronars et Deere (1991), Dasgupta et Sengupta (1993) le soulignent dans un processus de marchandage avec des salariés et enfin Israel (1991) montre l'avantage de l'endettement en cas de menace d'une prise de contrôle inamicale par une entreprise concurrente.

firmes rivales. Cette approche, qui s'intègre à l'ensemble plus vaste des modèles réfutant la thèse de la neutralité des choix financiers, nie cette neutralité sur la base de l'argument original suivant : en s'endettant, une firme est en mesure d'obtenir un avantage stratégique sur ses rivales[3]. Dans ce nouveau contexte, on montre que la valeur de la firme n'est pas indépendante de sa structure financière et que l'endettement constitue un signal ou un engagement crédible sur la nature des comportements de production à venir.

Dans quelle mesure l'emprunt peut-il agir sur la définition du comportement stratégique de la firme? Pour quelles raisons est-il susceptible de procurer un avantage stratégique? Pour répondre à ces questions, nous exposerons et nous analyserons cette approche qui relie le comportement stratégique d'une firme au montant de son endettement en essayant de mettre en évidence son originalité et ses caractéristiques. Son originalité se manifeste par la prise en compte de l'environnement économique de la firme dans l'étude de la fonction incitative de la dette. Ses caractéristiques reposent sur l'extension de la fonction incitative à la fonction stratégique de l'endettement. Dans ces conditions, l'endettement affecte les modalités d'acquisition d'un pouvoir de marché et le degré de concurrence dans une industrie (partie 1) et les conditions de pénétration d'un nouveau marché (partie 2).

## 1. Endettement et conditions de la rivalité stratégique réelle

L'objectif de cette partie est double. D'une part, montrer en quoi les coûts d'agence de la dette sont modifiés par les mécanismes concurrentiels qui prévalent sur le marché des produits. D'autre part, expliquer la dimension collusive ou concurrentielle d'une industrie oligopolistique sur la base des décisions individuelles d'endettement. Nous examinerons d'abord les mécanismes par lesquels la fonction d'engagement stratégique du contrat de dette affecte le mode de la rivalité entre concurrents directs. Nous spécifierons ensuite la « logique financière » qui gouverne les conditions d'acquisition d'un pouvoir de marché à l'encontre de concurrents directs.

### 1.1 *La concurrence entre firmes et les coûts d'agence de la dette*

Le prêteur et l'actionnaire de la firme, aux profils de remboursement différents, ont des intérêts divergents. Les conflits d'intérêt issus du mode de financement génèrent des coûts d'agence. Le comportement de la firme, analysé à la lumière de sa politique d'investissement, est ainsi affecté par son mode de financement.

3. Nous nous limitons au seul contrat de dette et ne présentons pas la littérature dans laquelle l'objectif est d'identifier la forme optimale du contrat de financement utilisé comme variable stratégique (*cf.* Harris et Raviv, 1991; Faure-Grimaud, 1998).

Plus précisément, les coûts issus d'un financement par la dette relèvent de deux catégories.

En premier lieu, des coûts résultent du fait qu'un actionnaire est incité à sélectionner des projets d'investissement dont le niveau de risque est supérieur à celui qui permettrait de maximiser la valeur globale de l'entreprise. Il s'agit du phénomène bien connu de la substitution d'actifs mis en évidence par Jensen et Meckling (1976).

En second lieu, des coûts découlent de la politique de sous-investissement pratiquée par une firme endettée[4] (Myers, 1977).

Dans ces analyses, les problèmes d'agence générés par la dette restent cependant posés en considérant la firme comme unité d'analyse et reposent sur une vision « isolée » de la firme.

Les coûts d'agence de la dette sont atténués par la prise en compte des mécanismes concurrentiels sur le marché des produits. Les travaux de Maksimovic et Zechner (1991) et de Williams (1995) intègrent le rôle primordial des mécanismes de marché. L'impact de la structure financière sur la nature des décisions d'investissement est étudié en agrégeant les incitations créées par les choix financiers à l'ensemble des firmes d'une industrie concurrentielle. Une nouvelle vision de l'influence des relations financières contractuelles en ressort. Pour le montrer, supposons l'existence de plusieurs techniques de production et considérons que le choix de la technique détermine le coût de production de la firme dans les différents états de la nature. Maksimovic et Zechner (1991) démontrent alors que le profit que la firme réalise dans ces différents états dépend non seulement de sa propre décision d'investissement mais aussi des choix technologiques de l'ensemble des firmes rivales. Si l'on raisonne à l'équilibre de l'industrie, les firmes se répartissent entre des projets d'investissement alternatifs de manière telle que la valeur attendue des cash-flow qu'ils génèrent s'égalisent. Il en résulte alors que le résultat standard des modèles d'agence selon lequel l'émission de titres de dette risquée s'accompagne d'une diminution de la valeur de marché de la firme ne tient plus. La raison essentielle de ce nouveau résultat tient au fait que le risque est endogénéisé lorsque l'on raisonne à l'équilibre de l'industrie puisque les cash-flow associés à chaque technologie disponible ne sont plus exogènes

4. Ces modèles relèvent d'un courant d'analyse dans lequel le phénomène d'aléa moral, qui correspond à une modification du comportement de la firme à la suite de l'obtention d'un financement par emprunt, est mis en évidence de façon stylisée. Plus exactement, on suppose donnée l'obtention d'un contrat de dette et l'on cherche dans quelle mesure celle-ci influence la politique d'investissement suivie par la firme. Une autre catégorie de modèles élargit cette problématique en cherchant à définir les caractéristiques d'un contrat financier optimal, c'est-à-dire en prenant en compte l'influence que ce dernier exerce sur les incitations de l'entrepreneur à opter pour un comportement de maximisation de la valeur de la firme. On ne cherche plus à identifier la sous-optimalité de certaines décisions associée à un financement par un contrat de dette, mais on met en lumière les conditions sous lesquelles un contrat de dette peut émerger comme étant un contrat optimal. Les modèles de Townsend (1979), Diamond (1984), Gale et Hellwig (1985) montrent sous quelles conditions le contrat de dette émerge comme un contrat optimal.

mais dépendent du nombre de firmes dans l'industrie et des choix technologiques réalisés par l'ensemble des firmes. Dans les modèles standards (Jensen et Meckling, 1976; Haugen et Senbet, 1981), la firme n'est pas incitée à émettre des titres de dette puisque le dirigeant sélectionne des projets d'investissement (ou des technologies) risqués entraînant ainsi une baisse de la valeur globale de la firme[5]. En revanche, si l'on raisonne au niveau de l'industrie, on retrouve la proposition de Modigliani-Miller (1958) selon laquelle la valeur de la firme est insensible à ses choix financiers. Si les firmes ont le choix entre une technologie sans risque et une technologie risquée, l'équilibre concurrentiel est atteint lorsque chaque technologie est sélectionnée par un nombre de firmes tel que les valeurs actualisées des deux projets technologiques s'égalisent bien que la firme endettée soit individuellement incitée à sélectionner la technologie risquée (principe de la substitution d'actifs). Williams (1995) retrouve ce résultat en considérant des firmes intégrées à une structure oligopolistique de l'industrie. Il montre que la répartition des firmes sur les différentes technologies disponibles est distincte selon que celles-ci ont ou non recours à un financement par la dette, sans que cette décision ne génère pour autant une diminution de leur valeur de marché.

Ces analyses nous indiquent donc que les mécanismes concurrentiels interagissent manifestement sur les décisions d'endettement. Une approche élargie consiste à étudier l'impact de l'endettement sur la nature des interactions stratégiques entre firmes rivales. L'unité d'analyse se déplace alors de la structure interne à la stratégie déployée à l'encontre des concurrents réels ou potentiels.

### 1.2 *L'impact de l'endettement sur les formes de la concurrence*

L'endettement est de nature à remettre en cause la nature des jeux de marché, qu'il s'agisse du mode de concurrence présupposé ou du mode de comportement assigné aux firmes.

En effet, en situation d'oligopole, l'option collusive constitue une option stratégique qui permet de réaliser un profit individuel supérieur à celui qui résulte de comportements non coopératifs. En l'absence de collusion explicite, un principe de coopération basé sur un jeu d'exécution de menaces exercées en cas de non respect des clauses de l'entente (*trigger strategies*) constitue une règle possible de comportement des oligopoles. Cette situation collusive est cependant fragile car chaque firme a également intérêt à ne pas respecter la restriction imposée si toutes les rivales s'y soumettent (comportement de passager clandestin). L'intérêt de l'approche de Maksimovic (1988) est d'examiner le comportement de firmes endettées en introduisant la possibilité d'un accord tacite de collusion au sein d'un oligopole. En cas de rupture de cet accord tacite, les firmes retournent à un jeu non coopératif de Nash aux périodes suivantes. L'endettement influe sur la condition de soutenabilité d'un tel accord puisque l'auteur démontre

5. Ce résultat est établi si l'on ne tient pas compte des avantages fiscaux associés à l'endettement.

qu'il existe une valeur particulière du remboursement de la dette au-delà de laquelle les actionnaires n'ont plus intérêt à le respecter. En effet, supposons que la firme s'endette d'un montant tel qu'elle se retrouve en situation de faillite certaine en cas de jeu non coopératif avec ses rivales mais que ce niveau de dette lui permet cependant de rester solvable en cas de jeu coopératif. Dans ce cas, toute hausse de l'endettement diminue la perspective de gain lié à la pérennité d'une situation collusive (gain évalué au profit après remboursement de la dette) mais ne modifie pas pour autant la perspective de gain en cas de déviation ou de non respect de l'accord de collusion. Donc, un endettement trop élevé affaiblit la crédibilité d'un accord de collusion noué avec les firmes concurrentes (Maksimovic, 1988). En reprenant un cadre analytique comparable, Spagnolo (1998) soutient qu'au contraire l'endettement accroît la capacité de la firme à s'engager crédiblement à respecter des accords de collusion compte tenu des incitations créées par les contrats de travail des dirigeants dans les grandes entreprises. En effet, le contrat de travail qui leur est proposé peut être tel qu'il implique des pertes importantes pour le dirigeant en cas de faillite de la firme. L'intérêt pour l'actionnaire est que ce type de contrat permet de réduire les coûts d'agence *ex ante* de la dette (par exemple le risque d'une pratique de substitution d'actifs) et de recruter des dirigeants dont la réputation est déjà bien établie sur le marché du travail, c'est-à-dire des individus pour lesquels les coûts liés à la faillite en termes de perte de réputation sont importants. Le choix d'un manager « prudent » permet non seulement de réduire les conflits d'intérêt vis-à-vis des prêteurs mais aussi de faciliter la soutenabilité des situations de collusion tacites et s'accompagne donc d'effets anti-concurrentiels[6]. L'effet des incitations managériales contrebalance donc celui de la responsabilité des actionnaires en matière de pérennité des solutions collusives.

Dans le même ordre d'idées, la dette affecte également la capacité de la firme à nouer des accords crédibles avec sa clientèle. Ainsi, Titman (1984), Maksimovic et Titman (1991) considèrent le cas d'une entreprise qui fournit des biens durables de qualité nécessitant un service après-vente. Un vendeur qui peut crédiblement s'engager à offrir des prestations de service après la vente du bien est en mesure de pratiquer un prix de vente plus élevé. Or un financement par la dette introduit une probabilité de faillite qui affecte la crédibilité de la firme à offrir un produit de qualité. On déduit de ces modèles que, dans la fixation du prix de vente du bien, le pouvoir de marchandage est d'autant plus favorable à l'entreprise qu'elle peut crédiblement s'engager dans une relation de long terme avec sa clientèle et donc que le montant de son endettement est faible.

Dans le cas particulier d'un duopole, un désavantage stratégique supplémentaire de la dette ressort si un endettement excessif entraîne une redistribution du rôle des firmes. C'est le cas par exemple si à la suite d'une période de production,

6. En cas de déviation (non-respect de l'accord tacite de collusion), les représailles des concurrents accroissent le risque de faillite de la firme, ce qui diminue d'autant les incitations des dirigeants à la déviation.

une des deux firmes se retrouve en situation d'insolvabilité. Dans le modèle de Allen (1985), l'insolvabilité s'accompagne d'un retard dans la politique d'investissement et dans le comportement de production de la deuxième période. Ainsi une firme solvable, confrontée à une rivale insolvable, devient leader de Stackelberg et bénéficie alors face à sa rivale de l'avantage du *first mover*.

### 1.3 *L'impact de l'endettement sur l'exercice d'un pouvoir de monopole*

Le phénomène d'aléa moral, qui découle d'une situation d'asymétrie de l'information *ex post*, est à l'origine de la valeur stratégique d'engagement de la dette et modifie ainsi le comportement des firmes en place. Si l'on suppose donnée la nature du jeu de production entre firmes[7], l'endettement des firmes altère la pression concurrentielle dans une industrie.

Un contrat de dette de court terme (la totalité de la dette devant être remboursée après un seul jeu de production) crée une incitation à adopter une stratégie de production agressive à l'encontre des firmes rivales (Brander et Lewis, 1986).

Le choix de ce comportement à l'encontre des concurrents directs est étroitement lié au statut de créancier résiduel de l'actionnaire. Plus exactement, la valeur stratégique d'engagement de la dette s'explique par le statut de créancier résiduel du propriétaire protégé par la responsabilité limitée. Les auteurs considèrent le cas de deux firmes parfaitement symétriques qui s'affrontent dans le cadre d'un jeu à deux étapes : à l'étape stratégique, elles choisissent un niveau de dette pour financer une dépense fixe puis, à l'étape compétitive, elles se concurrencent par les quantités en considérant comme donné le montant de la dette à rembourser. En reconnaissant comme objectif de la firme, à l'étape du choix de production, le critère de la maximisation de la valeur des capitaux propres, on introduit ainsi le phénomène d'aléa moral lié à l'obtention d'un crédit.

Sous l'hypothèse selon laquelle le risque de la firme est croissant avec son niveau de production, on démontre qu'une firme, en s'endettant, s'engage à adopter un comportement de production agressif à l'encontre de ses concurrentes. Autrement dit, dans un jeu de Cournot non coopératif, une firme s'endette pour montrer à sa rivale qu'elle va s'engager dans une stratégie de production agressive et ainsi la contraindre à produire une quantité moindre. En raison de la responsabilité limitée, les propriétaires d'une firme endettée ne valorisent que les seuls états de la nature correspondants aux états de solvabilité, ce qui les incite à choisir un niveau de production supérieur à celui qui résulterait d'un programme de valorisation de la firme sur l'ensemble des états de la nature.

---

7. Les modèles retiennent souvent un jeu de Cournot non coopératif (Brander et Lewis, 1986 et 1988; Maksimovic, 1990).

Un certain nombre de commentaires sur cette analyse méritent d'être apportés :

1° les résultats du modèle de John, Senbet, Sundaram et Woodward (1991) corroborent la proposition de Brander et Lewis (1986). Dans ce modèle, les auteurs étudient les implications de la loi relative à la responsabilité limitée sur les niveaux de production des firmes et sur celui du bien-être collectif. Cette loi stipule que les actifs personnels des propriétaires ne peuvent pas être utilisés pour rémunérer l'ensemble des facteurs de production lorsque l'actif de la firme est insuffisant pour couvrir le montant de ses créances. Ainsi comme la nature aléatoire de la demande rend stochastique le revenu d'exploitation, la possibilité d'enregistrer des pertes constitue une option, pour les propriétaires de la firme, de sortie du marché sans coût. Dans l'analyse économique traditionnelle, la firme qui dispose d'un pouvoir de marché est incitée à produire à un niveau inférieur à celui correspondant à la maximisation du bien-être social. En introduisant l'hypothèse de responsabilité limitée, le monopole est au contraire incité à la surproduction puisqu'il ne porte pas le risque de perte associé à la réalisation de faibles niveaux de demande. Ainsi la limitation de responsabilité permet de diminuer, voire d'éliminer, les pertes de bien-être traditionnellement attribuées au pouvoir de monopole[8].

2° La surproduction d'une firme endettée est rattachée, dans l'argumentation de Brander et Lewis (1986), à la valeur stratégique d'engagement de la dette. Cette fonction repose, d'une part, sur une décomposition temporelle précise des décisions financières et réelles et dépend, d'autre part, de la date exacte de l'élimination de l'incertitude sur la loi de demande.

| 1 | 2 | 3 | 4 | dimension temporelle |
|---|---|---|---|---|
| choix financiers (endettement, capitaux propres) | choix de production | élimination de l'incertitude sur la demande | rémunération des apporteurs de capitaux propres et d'emprunt | |

Pour que la dette ait une fonction d'engagement stratégique, il faut qu'à l'étape du choix de production le montant de la dette à rembourser au prêteur soit considéré comme donné et fixé une fois pour toutes. Cependant, selon Perrakis (1989), la validité de cette hypothèse est discutable si l'on tient compte des caractéristiques d'une relation de crédit : dans le cas d'une relation durable

8. Dans un papier complémentaire, John et Senbet (1990) étudient les implications de ce statut sur la nature des choix d'investissement. Ils démontrent que la responsabilité limitée incite au surinvestissement par rapport au niveau correspondant à l'optimum social. L'intervention d'un planificateur, au moyen d'une politique fiscale appropriée, est ainsi justifiée.

basée sur une confiance réciproque entre une banque et une entreprise, la possibilité d'adapter rapidement les décisions d'emprunt aux exigences de court terme est souvent offerte à la firme. La caractéristique d'irréversibilité de la dette ne tient plus.

Nous devons alors reconnaître que la décision de prêt est conditionnée par une évaluation du risque de faillite. Une approche alternative, et peut être plus proche de la pratique de la distribution de prêts bancaires, revient à considérer que les banques prêtent aux entreprises après une évaluation du risque de non-remboursement[9]. Dans ces conditions, on considère un accord entre le prêteur et l'emprunteur, non pas sur le montant de la dette à rembourser en fin de période, mais sur le risque de non-remboursement, c'est-à-dire sur une probabilité de faillite objective du débiteur. Le Pape (1992) modélise les interactions stratégiques entre firmes rivales lorsque ces dernières se concurrencent en quantités ou en prix en considérant comme donné le risque de non-remboursement de la dette (variable d'engagement stratégique). Il obtient des résultats qualitativement comparables à ceux de Brander et Lewis (1986) dans un jeu de Cournot en quantités.

3° L'analyse de Brander et Lewis (1986) repose sur l'hypothèse d'une demande aléatoire qui rend le contrat de dette risqué. Autrement dit, pour que la dette ait un effet d'engagement, il faut considérer que les entreprises font face à une incertitude sur la demande. Dans ce cas, une entreprise qui souhaite faire jouer cet effet stratégique est conduite à ne pas chercher à acquérir de l'information sur la demande. Hughes, Kao et Mukherji (1998) montrent que la volonté d'utiliser la dette comme outil d'engagement vers une stratégie de rivalité agressive contraint l'entreprise à ne pas acquérir cette information sur la demande.

4° L'hypothèse centrale de l'analyse de Brander et Lewis (1986) repose sur l'absence de conflit d'intérêt entre le propriétaire et le dirigeant d'une firme endettée (absence de relation de délégation) puisque les choix de production de la firme endettée maximisent la valeur de ses capitaux propres. Nier (1998) reconsidère cette hypothèse en introduisant une séparation entre les dirigeants et les actionnaires et examine l'impact de cette séparation sur le choix de la quantité de biens que doit produire l'entreprise. Plus exactement, à niveau d'endettement donné, la quantité produite par l'entreprise maximise la fonction d'utilité d'un dirigeant qui ne coïncide pas avec l'objectif d'une valorisation des capitaux propres de l'entreprise. En cas de faillite le dirigeant supporte, à la différence de l'actionnaire, des coûts liés à la perte de l'emploi et à l'amoindrissement de sa réputation sur ses qualités managériales. L'auteur recherche la nature des comportements de production lorsque ces derniers sont choisis par un dirigeant dont l'objectif essentiel est d'éviter la faillite. Il

9. Cette évaluation correspond à l'état particulier de la nature à partir duquel le profit aléatoire d'exploitation de la firme ne permet pas de couvrir la charge de la dette.

démontre que les équilibres de production obtenus sont inférieurs à ceux d'un jeu de Cournot standard en quantités[10]. L'introduction d'une relation de délégation permet ainsi de contrebalancer l'effet de responsabilité limitée de l'actionnaire et aboutit à une situation collusive dans une industrie.

L'existence d'une relation de délégation est également considérée par Brander et Poitevin (1992) puisque les auteurs introduisent le rôle du contrat de rémunération managérial dans la définition du comportement de la firme. Plus exactement, ils étudient l'effet de la séparation entre la fonction de gestion et celle de créancier résiduel sur les conflits d'intérêt entre actionnaires et prêteurs. Il est alors démontré que l'avantage procuré par le choix d'un schéma de rémunération du dirigeant est l'élimination des coûts d'agence de la dette.

5° L'approche de Brander et Lewis (1986) n'introduit pas les coûts de faillite. Or, toute augmentation du volume de dette risquée, à niveau de revenu donné, entraîne un accroissement de la probabilité de banqueroute donc des coûts de faillite attendus. L'impact de l'endettement sur l'intensité des comportements de marché peut donc être étudié en prenant en considération les coûts de faillite. Brander et Lewis (1988) recherchent comment les coûts de faillite peuvent être à l'origine d'interactions stratégiques entre le choix d'endettement et la décision de production. Pour cela, on suppose que les comportements de production sont établis par maximisation de la valeur totale de la firme, déduction faite du montant anticipé des coûts de faillite[11].

Sous l'hypothèse de coûts fixes de faillite, les auteurs démontrent que la proposition établie dans leur modèle de 1986 reste valable : en s'endettant, la firme s'engage à adopter un comportement agressif à l'encontre de sa rivale. En revanche, lorsque les coûts de faillite encourus sont proportionnels à l'étendue du déficit, et pour une valeur faible de la dette à rembourser, le résultat inverse apparaît. Faure-Grimaud (1997) considère également l'effet des coûts de faillite mais dans un contexte où le prêteur n'observe pas le profit de l'entreprise. La forme du contrat de prêt doit permettre de révéler cette information privée. Il démontre que dans ce cas de figure, une entreprise endettée produit une quantité moindre à celle qu'elle avait choisie si elle n'avait pas été endettée.

6° Brander et Lewis (1986) démontrent qu'une firme endettée est incitée à déployer une stratégie de production agressive à l'encontre de ses rivales, mais sous l'hypothèse d'une concurrence par les quantités sur un bien homogène. Or les quantités constituent des « substituts stratégiques » (Bulow, Geanakoplos et Klemperer, 1985). La démarche de Showalter (1995, 1999) est de démontrer

10. On pourrait également défendre l'idée selon laquelle le dirigeant d'une firme endettée serait tenté de couper dans les coûts de production : à niveaux d'endettement et de demande donnés, une firme diminue son exposition à la faillite en réduisant ses coûts de production ou en offrant une moindre qualité de service.

11. On met ainsi en évidence l'effet stratégique de la dette issu des seuls coûts de faillite, indépendamment du phénomène d'aléa moral dans la relation de crédit.

que, pour les modèles d'endettement stratégique, les résultats dépendent non seulement de la nature des variables d'action sur le marché des produits (compléments/substituts stratégiques) mais aussi de la forme d'incertitude qui prédomine (incertitude sur la demande à l'industrie ou incertitude sur le coût de production). En effet, si l'on introduit une concurrence « à la Bertrand » sur des biens différenciés, la valeur stratégique de la dette ne tient qu'en cas d'incertitude portant sur la demande. En effet lorsque les coûts sont incertains, le recours à l'endettement s'accompagne d'un désavantage stratégique. Lorsque l'incertitude porte sur la demande à l'industrie, l'accroissement de l'endettement conduit à un déplacement vers l'extérieur de la fonction de réaction en prix de la firme endettée et aboutit donc à une situation d'équilibre où le prix est plus élevé tant pour la firme que pour sa rivale. Intuitivement, en contraignant l'entreprise rivale à opter pour un prix d'équilibre plus élevé, la firme endettée accroît par retour son profit attendu[12]. En revanche, si l'incertitude porte sur les coûts de production, la firme endettée ne valorise que les états de la nature favorables (c'est-à-dire les états dans lesquels le revenu couvre la charge de la dette).

Donc, et à l'inverse de la situation précédente, seules les valeurs faibles de l'aléa représentatif de l'incertitude sont valorisées puisque les coûts de production sont bas et que la firme devient solvable. Dans ce cas, la valeur stratégique de la dette n'apparaît plus. La situation d'équilibre fait ressortir des prix plus faibles et la firme endettée subit la politique de prix agressive de sa rivale.

Une caractéristique commune à ces analyses est d'assigner un rôle passif au prêteur. Une approche complémentaire revient à introduire un rôle actif au prêteur bancaire.

### 1.4 *L'impact de la politique de prêt bancaire sur l'intensité de la rivalité*

Considérons successivement deux stratégies bancaires de base dans le cas d'un duopole : celle d'un prêt aux deux firmes puis celle d'un allongement de la durée de remboursement de la dette.

L'endogénéisation des effets stratégiques de la dette par un prêteur bancaire unique constitue la trame du modèle de Poitevin (1989a). L'auteur considère deux firmes endettées d'un même montant, de sorte que la valeur de remboursement de la dette est déterminée par le taux d'intérêt que le prêteur impose à chaque firme débitrice.

On peut alors examiner deux situations distinctes du secteur bancaire. Une première situation correspondant à un prêteur différent à chaque firme du duopole et où chaque banque fixe le taux d'intérêt en maximisant sa fonction de rende-

12. On retrouve un raisonnement similaire à l'approche de Brander et Lewis (1986) dans laquelle l'avantage stratégique de la dette repose sur le déplacement vers l'extérieur de la fonction de réaction en quantité et donc sur la baisse de la quantité produite à l'équilibre par la firme rivale.

ment sur le seul prêt accordé à l'entreprise qu'elle finance. Une seconde situation dans laquelle on considère un prêteur unique aux deux firmes du duopole et où cette banque unique fixe les deux taux d'intérêt qu'elle applique aux deux firmes de manière à maximiser la valeur de la dette agrégée au niveau de l'industrie.

L'auteur démontre que, dans le second cas, les taux d'intérêt sont plus faibles et les équilibres de production dans l'industrie sont inférieurs à ceux obtenus dans un secteur à deux banques. Intuitivement, on comprend que dans ce second cas la banque unique internalise l'effet lié à l'impact de la dette sur la stratégie poursuivie par chaque firme. En effet, en fixant un taux d'intérêt élevé la banque contraint la firme rivale à produire moins (comme dans l'approche de Brander et Lewis, 1986), ce qui réduit son profit et diminue d'autant sa probabilité de rembourser le prêt. Comme la banque définit le taux du prêt en tenant compte de cette probabilité de remboursement, un prêteur commun peut indirectement maîtriser l'agressivité des comportements de rivalité entre firmes concurrentes par le choix d'un taux d'intérêt approprié.

Ce modèle appelle plusieurs remarques. En premier lieu, le résultat précédent répond à une logique intuitive claire : dans une situation à deux banques, la corrélation négative entre la valeur de la dette d'une firme du duopole et le taux d'intérêt appliqué à la dette de sa concurrente réelle n'est pas prise en compte. En revanche, si le prêteur maximise la valeur agrégée de la dette au niveau de l'industrie, cet effet est intégré. En second lieu, la concentration de l'activité de prêt aux entreprises d'un même secteur industriel est ici justifiée sur la base d'un argument original. Traditionnellement, cette concentration est expliquée par l'existence d'une asymétrie de l'information entre le prêteur et l'emprunteur sur la qualité des projets à financer, par la réduction des coûts de contrôle des fonds empruntés et enfin par la réalisation d'économies d'échelle dans l'activité de collecte et de traitement de l'information disponible. Poitevin (1989a) avance un argument supplémentaire basé sur le contrôle des effets incitatifs de la dette lorsque l'endettement est utilisé par les firmes comme instrument d'interaction stratégique. Un contrôle indirect du degré de concurrence sur le marché des produits justifie ainsi une stratégie de concentration de l'activité de prêt aux entreprises appartenant à un même secteur industriel.

Jusqu'à présent, le montant de la dette est supposé être remboursé par le jeu d'une seule période de production. Or, les titres de dette sont différenciés par leur date de maturité (titres de court terme et de long terme). Une piste de recherches complémentaire enrichit l'analyse de l'influence de l'endettement sur l'intensité de la rivalité en introduisant un jeu à plusieurs périodes de production et avec plusieurs dates de remboursement de la dette. En effet, l'émission d'un titre de dette de long terme s'accompagne d'un effet stratégique distinct de celui lié à un titre de dette de court terme. La date de maturité de la dette agit ainsi sur la nature de l'interaction endettement/intensité de la rivalité. Le modèle de Glazer (1994) intègre cette dimension particulière. Le long terme signifie que le remboursement de la dette intervient après le jeu de deux périodes de production.

Dans ce modèle, la rémunération des actionnaires s'effectue après la date de maturité de la dette et aucune distribution de dividendes n'intervient à la première période. Autrement dit, la part de la dette restant à courir sur la seconde période de production correspond à la différence entre l'endettement initial global et le profit d'exploitation réalisé sur la première période et par ce biais dépend des choix de production des deux firmes sur cette première période. L'intérêt majeur de cette approche tient au résultat suivant : le niveau de production d'équilibre de la première période d'une firme endettée est alors inférieur à celui qu'elle réaliserait dans un jeu de Cournot entre firmes non endettées. Cela signifie qu'avec un titre de dette de long terme une collusion partielle apparaît uniquement sur le premier jeu de production.

Intuitivement, ce résultat découle de la responsabilité limitée de l'actionnaire. Celle-ci implique que les propriétaires ignorent les mauvais états de la demande dans lesquels ils ne reçoivent rien. Or, la quantité produite qui maximise le profit résiduel attendu d'une firme sur les seuls états de solvabilité est supérieure à celle obtenue par le programme de maximisation du profit d'exploitation sur la totalité des états de la nature. L'effet à court terme de la dette reste donc valable. En revanche, pour un jeu à deux périodes de production, chaque entreprise souhaite que sa rivale réalise un profit important à la première période puisqu'il est intégralement affecté au remboursement de la dette. En effet, dans ce cas de figure, la firme rivale sera d'autant moins agressive à la seconde période de production que le montant de la dette restant à rembourser sur cette période est faible. Ainsi chaque entreprise est incitée à restreindre sa production lorsque la date de maturité de la dette est éloignée.

La fonction stratégique du contrat de dette affecte également les conditions de la rivalité stratégique potentielle. Il convient de rendre compte du rôle des décisions d'endettement dans les conditions d'entrée sur un marché.

## 2. Endettement et pénétration d'un nouveau marché

Sur un marché de concurrence imparfaite, l'existence d'interactions stratégiques et la structure présupposée de l'information entre les joueurs déterminent la fonction d'un contrat de dette. Ce dernier peut alors être utilisé dans le but d'obtenir un avantage stratégique sur des rivales potentielles. Cet avantage découle de la fonction stratégique de signal ou de la fonction stratégique d'engagement du contrat.

### 2.1 *Les jeux d'entrée dans un contexte d'antisélection*

Une répartition différenciée de l'information disponible permet d'assigner la fonction stratégique de signal à une politique d'endettement. Lorsque l'information est inégalement partagée entre la firme et sa banque à la conclusion du contrat de prêt, on se trouve dans une situation d'asymétrie de l'information *ex ante*. À cette

date, l'information relative à la qualité de la firme dont dispose le prêteur est incomplète. Le manque d'information de la banque sur la véritable valeur de la firme s'accompagne d'un phénomène d'antisélection.

C'est pourquoi lorsque la valeur ou la qualité exacte d'une firme est inconnue de sa concurrente, le comportement de la firme informée peut consister à exploiter stratégiquement l'avantage informationnel dont elle dispose. Par exemple, supposons que la qualité de la firme 2 constitue une information commune mais pas celle de la firme 1 (asymétrie d'information *ex ante*). La firme 1, par hypothèse, appartient soit à la catégorie des firmes efficientes (l'efficience étant traduite par un faible coût d'exploitation), soit à celle des firmes inefficientes. L'agent non informé pose une probabilité *a priori* sur l'efficience de sa concurrente. Sous ces conditions, la firme 1 efficiente aura intérêt à révéler cette information privée à sa concurrente qui adaptera ses comportements de marché à cette nouvelle information. Le recours à l'endettement peut être utilisé comme instrument de signal. La condition de crédibilité de ce signal impose qu'une firme supportant un coût d'exploitation élevé ne puisse pas tricher en calquant le montant de son endettement sur celui sélectionné par une firme effectivement efficiente. Or, pour un volume donné de dette à rembourser en fin de période, la probabilité de faillite est d'autant plus forte, toutes choses égales par ailleurs, que la valeur du coût d'exploitation est élevée. La politique de signal par la dette consiste donc à s'endetter à un niveau tel qu'il entraînerait, à l'équilibre de marché, une situation de faillite certaine en fin de période d'une firme non efficiente. Le recours à l'endettement constitue ainsi un signal de qualité.

Plusieurs modèles retiennent ce cadre analytique et se répartissent en plusieurs catégories selon la structure d'information présupposée :

1° une première catégorie rassemble des modèles dans lesquels la qualité du monopole installé constitue une information privée non disponible au candidat à l'entrée sur un marché. Il est alors démontré que tout monopole efficient cherchera à utiliser sa politique d'endettement à des fins de signalisation. En effet, en s'endettant il signale sa qualité à l'entrant potentiel non informé et cherche ainsi à construire des barrières stratégiques à l'entrée (Glazer et Israel, 1990; Poitevin,1990).

Lorsque l'asymétrie de l'information est modélisée non seulement dans la relation firme/concurrents potentiels mais aussi dans celle existant entre une firme et un investisseur extérieur, on démontre qu'une politique de signal du monopole auprès du marché financier doit prendre en considération l'existence d'interactions stratégiques entre une firme installée et des candidats à l'entrée. Autrement dit, une politique de signal auprès d'un investisseur extérieur est différente selon qu'elle permet ou non aux firmes candidates à l'entrée d'acquérir cette information privée (Gertner, Gibbons et Scharfstein, 1988).

2° une deuxième approche consiste à étudier un jeu dans lequel l'information privée porte non pas sur la qualité de la firme installée mais sur celle de l'entrant potentiel. Il est en effet logique de considérer qu'une banque connaît mieux des firmes en place dotées d'une réputation que des firmes jeunes pénètrant un nouveau marché. Dans cette optique, un entrant efficient[13] est incité à recourir à la dette pour signaler sa qualité (c'est-à-dire la valeur de son coût de production) et à porter un risque de faillite (condition de crédibilité du signal). Le coût du signal est le risque de faillite induit par l'endettement de l'entrant. Poitevin (1989b) montre alors que cette politique de signalisation rend l'entrant vulnérable à un comportement de prédation de la firme en place. Cette dernière engage une guerre des prix pour baisser le profit lié à l'entrée effective et accroître le risque de faillite de l'entrant. Ainsi, une politique de signalisation financière, en cas de pénétration de nouveaux marchés, génère comme coût supplémentaire le comportement de prédation du monopole installé.

### 2.2 *Les jeux d'entrée avec aléa moral*

Un contrôle imparfait du prêteur sur l'action de l'emprunteur explique la fonction stratégique d'engagement de la dette. Comme le prêteur ne peut contrôler étroitement l'action de l'emprunteur (asymétrie d'information *ex post*), un phénomène d'aléa moral en découle : la firme est incitée à modifier son comportement de production sur la base des clauses du contrat. Nous savons en effet que l'endettement a valeur stratégique d'engagement au sens où il accroît le risque d'exploitation désiré par l'actionnaire.

Il est pertinent de rechercher dans quelle mesure cette valeur stratégique d'engagement de la dette joue sur les conditions d'entrée. En effet, le phénomène d'aléa moral, qui consiste à adopter un comportement de production maximisant la valeur des capitaux propres de la firme une fois les capitaux d'emprunt obtenus, modifie les conditions de pénétration d'un marché nouveau.

C'est dans cette optique que se placent Bolton et Scharfstein (1990). Ils examinent l'influence sur le comportement d'un monopole d'un phénomène d'aléa moral dans la relation entrant potentiel / investisseur extérieur. Si l'on suppose un entrant faisant appel à des ressources externes et une firme en place financée sur fonds internes, le contrat financier qui minimise les coûts d'agence de l'entrant génère un comportement de production plus agressif du monopole en place. Il faut pour cela considérer un jeu sur deux périodes et introduire la nécessité du refinancement de l'entrant à la seconde période. Le contrat financier optimal (celui qui atténue le phénomène d'aléa moral) est tel que la probabilité du refinancement de l'entrant diminue lorsque son profit de première période diminue.

13. Un entrant efficient a effectivement intérêt à signaler sa qualité auprès d'un investisseur extérieur car si ce dernier ne le connaît pas il valorisera l'entreprise sur la base de la qualité moyenne des entreprises, ce qui pénalise l'entreprise efficiente.

Le monopole a intérêt à devenir un concurrent plus agressif à la première période (c'est-à-dire produire une quantité supérieure à celle qui maximise son profit instantané) pour amoindrir le profit de l'entrant et diminuer ainsi sa probabilité de refinancement. Donc, lorsqu'un entrant est contraint par un contrat financier qui atténue le phénomène d'aléa moral, il incite en contrepartie un comportement de prédation du monopole installé.

Nous pouvons cependant souligner que la stratégie d'une firme en place pour bloquer l'entrée repose sur l'existence de coûts irréversibles qui constituent une barrière à l'entrée. Dès lors, une stratégie d'engagement d'une firme en place qui est à l'origine d'une action irréversible lui offre l'avantage du *first mover* face à un entrant potentiel. Cependant, en situation d'incertitude, le coût lié à la construction de barrières stratégiques à l'entrée se reflète dans le moindre degré de flexibilité de la production en cas de modification non anticipée de la demande. Selon que la firme a la possibilité de produire *ex ante* (c'est-à-dire avant que ne soit connue la forme exacte de la loi de demande) ou *ex post* (une fois la demande révélée), une dimension nouvelle du comportement stratégique apparaît : elle porte sur l'arbitrage entre la recherche d'un avantage informationnel (produire quand la demande est révélée) et l'obtention de l'avantage technique du *commitment*. Dans cette optique, Appelbaum et Lim (1985) examinent la nature des décisions de production d'une firme en place sur un marché dont l'entrée est soit bloquée, soit permise *ex post* (après résolution de l'incertitude sur la demande) et recherchent dans quelle mesure la facilité de pénétration d'un marché nouveau détermine les parts respectives *ex ante* et *ex post* de la production de la firme installée. Ces auteurs démontrent que la firme est d'autant plus incitée à réaliser une part importante de sa production *ex ante* qu'elle souhaite réduire la probabilité d'entrée *ex post*. Aivazian et Berkowitz (1992) élargissent ce cadre analytique et prennent en compte l'influence de la possibilité de financer la production par émission de titres de dette dans un contexte où la firme maximise la richesse de ses actionnaires. Quelle est alors la valeur stratégique d'engagement du contrat de dette? Ils démontrent que le résultat de Appelbaum et Lim (1985) ne tient plus car l'endettement diminue la valeur d'engagement du capital et donc amoindrit l'impact des coûts irréversibles sur la création de barrières stratégiques à l'entrée.

### 2.3 *Les approches empiriques*

Sur un plan empirique, il a été mis en évidence que l'endettement des firmes influence de manière ambiguë les politiques de prix, les parts de marché, les conditions et l'intensité de la rivalité dans une industrie. Chevallier (1995), dans une étude sur le secteur de la grande distribution, montre qu'à la suite d'une forte hausse de l'endettement d'une entreprise de ce secteur (conséquence d'un LBO) la production des concurrents est plus élevée et la probabilité d'entrée de concurrents potentiels est accrue. Ainsi dans ce secteur, la dette rend les conditions de la concurrence plus favorables aux firmes rivales. Dans le même ordre d'idées, Kovenock et Phillips (1995) montrent que l'accroissement de la dette conduit

d'une part à un comportement plus passif de la firme endettée dans la mesure où elle investit moins en capital physique et génère d'autre part un comportement plus agressif des firmes rivales. Phillips (1995) met en évidence que dans 3 des 4 secteurs industriels qui ont enregistré un fort accroissement de l'endettement de la firme leader, la production de l'industrie a décru, le prix s'est accru ce qui atteste d'une atténuation de l'intensité de la concurrence à la suite de l'endettement.

On pourrait penser qu'une firme dans une situation financière saine pourrait chercher à tirer profit de la fragilité financière de ses rivales endettées. Elle serait incitée à la prédation car elle sait que des concurrentes proches de la faillite ne peuvent s'engager dans une stratégie coûteuse de guerre de prix. Borestein et Rose (1995) s'intéressent au comportement des compagnies aériennes américaines sur la période 1989-1992 et ne confirment pas cette intuition. Les auteurs identifient les politiques de prix suivies par une firme et par ses concurrentes à la suite de l'annonce de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire. Ils relèvent que toutes les compagnies aériennes menacées de faillite ont baissé de manière significative le prix de vente de leurs billets au cours de la période précédant la faillite mais qu'une fois qu'elle a eu lieu, une seule compagnie a diminué massivement ses prix. En ce qui concerne la stratégie poursuivie par les firmes rivales, les auteurs montrent que celles-ci ont systématiquement augmenté leurs prix auparavant. Le changement dans la politique de prix provient donc moins du déclenchement d'une procédure de faillite que de la fragilité financière qui la précède[14].

L'analyse empirique de l'influence des décisions financières sur les stratégies de prix des firmes en situation de concurrence imparfaite est également menée en tenant compte de l'impact des imperfections sur le marché financier et de l'existence de contraintes de liquidités. Chevallier et Scharfstein (1995) montrent, sur la base d'un échantillon de 20 industries de fabrication américaines sur la période 1959-1989, que le prix de vente des biens est d'autant plus procyclique que le nombre de firmes soumises à des contraintes de liquidités (c'est-à-dire contraintes à faire appel à un financement externe) est grand[15]. Intuitivement, l'explication de ce résultat renvoie à l'influence d'un financement externe sur l'horizon temporel retenu lorsque la firme choisit sa politique de prix. Ainsi, supposons que le prix qui maximise le profit instantané de la firme est inférieur à celui qui maximise son

14. Une fois la procédure de faillite enclenchée, les firmes rivales n'ont pas eu tendance à baisser de manière significative leurs prix ce qui montre l'absence de comportement de prédation.

15 Dans leur analyse empirique, Rotemberg et Saloner (1986) avancent un argument distinct pour justifier la pérennité des situations collusives. Ils ont démontré que la collusion est d'autant moins facilement réalisable que la conjoncture économique est favorable. On peut expliquer ce résultat sur la base de l'argument suivant : lorsque la demande actuelle est jugée forte relativement à la demande future anticipée, les firmes ne sont pas incitées à respecter les accords tacites de collusion car elles valorisent davantage l'opportunité de s'accaparer une partie importante de la demande par une stratégie de rivalité agressive. Si la stratégie porte sur la fixation du prix de vente d'un bien, il en résulte alors que le prix de vente des biens est d'autant plus faible que la conjoncture est favorable. La dimension contracyclique des prix est ainsi justifiée par le caractère contracyclique de la collusion.

profit intertemporel. Il en résulte qu'en période de récession, comme la contrainte de liquidités est forte[16], la firme voit dans la diminution du prix de vente du bien un moyen commode de se procurer des liquidités supplémentaires.

## CONCLUSION

Un éclairage nouveau sur la politique d'endettement des firmes industrielles est apporté lorsque l'on reconnaît une fonction prépondérante aux mécanismes concurrentiels. Cette politique doit intégrer la valeur stratégique du contrat de dette qui est liée au fait qu'une firme cherche à exploiter les imperfections dans la structure des marchés. Bien que les résultats théoriques ne soient pas tous concordants, une meilleure compréhension des conditions de la rivalité résulte de la prise en compte des décisions financières des firmes.

En effet, les travaux pionniers de Brander et Lewis (1986) aboutissent à la prédiction théorique selon laquelle une firme lourdement endettée et proche de la faillite, n'ayant plus rien à perdre, est incitée à promouvoir une stratégie de rivalité agressive (via une production accrue ou une politique de prix bas) ce qui accroît l'intensité de la concurrence dans l'industrie. À la suite de cet article fondateur, il a été mis en évidence que l'influence de l'endettement des firmes sur leur part de marché et sur l'intensité de la rivalité dans une industrie est fortement déterminée par de multiples facteurs tels que l'horizon temporel de la firme, les incitations managériales, la responsabilité limitée de l'actionnaire, les coûts de faillite, la stratégie du prêteur bancaire, la date de maturité de la dette...

Ainsi, l'apport principal de ce courant de l'économie industrielle est de mettre en évidence la complexité de la fonction d'instrument stratégique de la dette et d'apporter un regard nouveau sur les implications des choix d'un mode de financement.

Cependant, la valeur d'engagement préalable du contrat de dette découle d'un engagement contractuel crédible de la firme. Cette valeur repose donc sur l'hypothèse de contrats non renégociables, c'est-à-dire que le prêteur et l'emprunteur s'engagent *ex ante* à ne pas renégocier *ex post* les termes du contrat alors que cette renégociation peut s'avérer mutuellement avantageuse aux deux parties co-contractantes. Une extension intéressante de ce courant de la littérature est de rechercher les conditions de l'arbitrage au niveau de l'entreprise entre le bénéfice que procure la possibilité d'une renégociation du contrat de dette et l'avantage concurrentiel lié à la valeur stratégique d'engagement de la dette.

---

16. Gertler et Hubbard (1988) ont établi empiriquement cette relation. Elle se justifie par le fait qu'en période de récession, la contrainte de liquidités s'accentue en raison de la diminution de la valeur des actifs.

## BIBLIOGRAPHIE

AIVAZIAN, V.A. et M.K. BERKOWITZ (1992), « Precommitment and Financial Structure: An Analysis of the Effects of Taxes », *Economica*, 59 : 93-106.

ALCHIAN, A.A. et H. DEMSETZ (1972), « Production, Information Costs and Economic Organization », *American Economic Review*, 37 (2) : 777-795.

ALLEN, F. (1985), « Capital Structure and Imperfect Competition in Product Markets », Discussion Paper, University of Pennsylvania.

APPELBAUM, E. et C. LIM (1985), « Contestable Markets Under Uncertainty », *Rand Journal of Economics*, 16 : 28-40.

BOLTON, P. et D.S. SCHARSTEIN (1990), « A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting », *American Economic Review*, 80 (1) : 956-970.

BORESTEIN, S. et N.L. ROSE (1995), « Bankruptcy and Pricing Behavior in US Airline Markets », *American Economic Review*, 85 : 397-402.

BRANDER, J.A. et T.R. LEWIS (1986), « Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect », *American Economic Review*, 76 (5) : 956-970.

BRANDER, J.A. et T.R. LEWIS (1988), « Bankruptcy Costs and The Theory of Oligopoly », *Canadian Journal of Economics*, XXII (2) : 221-243.

BRANDER, J.A. et M. POITEVIN (1992), « Managerial Compensation and Agency Cost of Debt Finance », *Managerial and Decision Economics,* 13 (1) : 35-64.

BRONARS, S.G. et D.R. DEERE (1991), « The Threat of Unionization, the Use of the Debt and the Preservation of Shareholder Wealth », *Quarterly Journal of Economics*, 106 : 231-254.

BULOW, J.I., J.D. GEANAKOPLOS et P.D. KLEMPERER (1985), « Multimarket Oligopoly: Strategic Substitutes and Complements », *Journal of Political Economy*, 93 : 488-511.

CHEVALLIER, J.A. (1995), « Capital Structure and Product Market Competition: Empirical Evidence from Supermarket Industry », *American Economic Review*, 85 : 415-435.

CHEVALLIER, J.A. et D.S. SCHARSTEIN (1996), « Capital Markets Imperfections Countercyclical Markups: Theory and Evidence », *American Economic Review*, 84 : 703-725.

DASGUPTA, S. et V. NANDA (1993), « Bargaining and Brinkmanship: Capital Structure Choice by Regulated Firms », *International Journal of Industrial Organization*, 11 : 475-497.

DASGUPTA, S. et K. SENGUPTA (1993), « Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure », *International Economic Review*, 34 : 203-220.

DIAMOND, D.W. (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, 51 : 393-414.

DIAMOND, D.W. (1989), « Reputation Acquisition in Debt Market », *Journal of Political Economy*, 97 : 828-862.

DIXIT, A. et R. PINDYCK (1994), *Investment Under Uncertainty*, Princeton Univesity Press.

FAURE-GRIMAUD, A. (1997), « Product Market Competition and Optimal Debt Contracts: The Limited Liability Effect Revisited », FMG, Discussion Paper, no 279.

FAURE-GRIMAUD, A. (1998), « Structure financière et concurrence imparfaite : Modgliani-Miller 40 ans après », *Revue d'Économie Politique*, 108 : 16-36.

GALE, D. et M. HELLWIG (1985), « Incentive Compatible Debt Contracts: The One Period Problem », *Review of Economic Studies*, 52 : 647-663.

GERTNER, R., R. GIBBONS et D. SCHARFSTEIN (1988), « Simultaneous Signalling to the Capital and Product Market », *Rand Journal of Economics*, 19 (2) : 173-190.

GERTLER, M. et R.G. HUBBARD (1988), « Financial Factors in Business Fluctuations » *in Financial Market Volatility: Causes, Consequences, and Policy*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City : 33-71.

GLAZER, J. (1994), « The Strategic Effect of Long Term Debt in Imperfect Competition », *Journal of Economic Theory,* 62 : 428-443.

GLAZER, J. et R. ISRAEL (1990), « Managerial Incentives and Financial Signaling in Product Market Competition », *International Journal of Industrial Organization*, 8 (2) : 271-280.

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

HART, O. (1988), « Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations », *Canadian Journal of Economics,* XXI : 467-476.

HAUGEN, R. et L. SENBET (1981), « Resolving Agency Problems of External Capital Through Options », *Journal of Finance*, 36 : 629-647.

HUGHES, J., J. KAO et A. MUKHERJI (1998), « Oligopoly, Financial Structure, and Resolution of Uncertainty », *Journal of Economics and Manangement Strategy,* 7 : 67-88.

ISRAEL, R. (1991), « Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing », *Journal of Finance*, 46 : 1 391-1 409.

JENSEN, M.C. et W.H. MECKLING (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3 : 305-360.

JOHN, K. et L. SENBET (1990), « Limited Liability, Tax Deductibility of Corporate Debt, and Public Policy », Working Paper, University of Maryland.

JOHN, K., L. SENBET, A. SUNDARAM et P. WOODWARD (1991), « Limited Liability and Market Power », Working Paper, The Amos Tuck School of Business Administration.

KOVENOCK, D. et G. PHILLIPS (1995), « Capital Structure and Product Market Rivalry: How Do We Reconcile Theory and Evidence? », *AEA Papers and Proceedings*, 85 : 403-408.

LE PAPE, N. (1992), « Décision d'endettement et comportement de marché des firmes industrielles », Thèse de doctorat de Sciences Économiques, Université de Caen, octobre.

MAKSIMOVIC, V. (1988), « Capital Structure in Repeated Oligopolies », *Rand Journal of Economics*, 19 (3) : 389-407.

MAKSIMOVIC, V. (1989), « Optimal Financial Structure and Value Dissipation in Imperfect Product Markets », Miméo, University of British Columbia, décembre.

MAKSIMOVIC, V. (1990), « Oligopoly, Price Wars and Bankruptcy », Miméo, University of British Columbia, janvier.

MAKSIMOVIC, V. et S. TITMAN (1991), « Financial Policy and Reputation for Product Quality », *Review of Financial Studies*, 4 (1) : 175-200.

MAKSIMOVIC, V. et J. ZECHNER (1991), « Debt Agency Costs and Industry Equilibrium », *Journal of Finance*, 46 : 572-592.

MODIGLIANI, M. et M. MILLER (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48 : 261-297.

MYERS, S. (1984), « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, 39 : 572-592.

NIER, E. (1998), « Managers, Debt, and Industry Equilibrium », London School of Economics, Working Paper, avril.

PERRAKIS, S. (1989), « Les contributions de la théorie financière à la solution de problèmes en organisation industrielle et en microéconomie appliquée », *L'Actualité économique*, 65 (4) : 518-546.

PHILLIPS, G. (1995), « Increased Debt and Product Market Competition: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 37 : 189-238.

POITEVIN, M. (1989a), « Collusion and the Banking Structure of a Duopoly », *Canadian Journal of Economics*, XXII (2) : 263-277

POITEVIN, M. (1989b), « Financial Signalling and the Deep Pocket Argument », *Rand Journal of Economics*, 20 (1) : 26-40.

POITEVIN, M. (1989c), « Information et marchés financiers : une revue de la littérature », Cahier de Recherche du C.R.D.E., Université de Montréal, n° 8930, septembre.

POITEVIN, M. (1990), « Strategic Financial Signalling », *International Journal of Industrial Organization*, 8 (4) : 499-518.

RAVID, S.A. (1988), « On Interactions of Production and Financial Decisions », *Financial Management,* 17 : 87-99.

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

ROTEMBERG, J. et G. SALONER (1986), « A Supergame Theoretic Model of Business Cycles and Price Wars During Booms », *American Economic Review*, 76 : 390-407.

SCHMALENSEE, R. (1988), « Industrial Economics: An Overview », *Economic Journal*, 20 : 643-681.

SHOWALTER, D.M. (1995), « Oligopoly and Financial Structure: Comment », *American Economic Review*, 85 : 647-653.

SHOWALTER, D.M. (1999), « Strategis Debt: Evidence in Manufacturing », *International Journal of Industrial Organization*, 17 : 319-333.

SPAGNOLO, G. (1998), « Debt as a (Credible) Collusive Device », Working Paper, Stockholm School of Economics, novembre.

SPIEGEL, Y. et D.F. SPULBER (1994), « The Capital Structure of a Regulated Firm », *Rand Journal of Economics*, 25 : 424-440.

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

TOWNSEND, R.M. (1979), « Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification », *Journal of Economic Theory*, 21(2) : 265-293.

WILLIAMS, J.T. (1995), « Financial Structure and Industrial Structure with Agency », *Review of Financial Studies*, 8 : 431-474.