



**HAL**  
open science

## Les engagements contractuels des actionnaires de référence lors de l'introduction en bourse

Éric Ducros

► **To cite this version:**

Éric Ducros. Les engagements contractuels des actionnaires de référence lors de l'introduction en bourse. Gestion et management. Université Paris-Est, 2009. Français. NNT : 2009PEST3002 . tel-00491909

**HAL Id: tel-00491909**

**<https://theses.hal.science/tel-00491909v1>**

Submitted on 14 Jun 2010

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**LES ENGAGEMENTS CONTRACTUELS**  
**DES ACTIONNAIRES DE REFERENCE**  
**LORS DE L'INTRODUCTION EN BOURSE**

**UNIVERSITE PARIS XII VAL-DE-MARNE  
ECOLE DOCTORALE EGEE**

Thèse pour l'obtention du titre de Docteur en  
Sciences de Gestion

*Doctorat ès Sciences de Gestion conforme au nouveau régime défini par l'arrêté du 30 mars 1992*

**Les engagements contractuels des actionnaires de  
référence lors de l'introduction en bourse**

Eric DUCROS

**Sous la direction de :**

Edith GINGLINGER  
Professeur à l'Université Paris – Dauphine

Année universitaire 2008-2009

# Thèse de doctorat

Spécialité : sciences de gestion

Présentée par : Eric DUCROS

Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences de Gestion sur  
le sujet :

## **LES ENGAGEMENTS CONTRACTUELS DES ACTIONNAIRES DE REFERENCE LORS DE L'INTRODUCTION EN BOURSE**

### Jury

Directeur de thèse : **Edith GINGLINGER**

Professeur à l'université Paris – Dauphine

Rapporteurs : **Jean-François GAJEWSKI**

Professeur à l'université de Savoie

**Carole GRESSE**

Professeur à l'université Paris – Dauphine

Examineur : **Pierre CHOLLET**

Professeur à l'université Paris XII – Val de Marne

**Date de soutenance : 13 mars 2009**

*L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*

## **Résumé :**

Ce travail vise à déterminer dans le cadre des sociétés s'introduisant en bourse les facteurs explicatifs de la présence d'engagements contractuels par les principaux actionnaires d'une part et leur impact sur la valeur de la firme d'autre part. Le terme « engagement contractuel » fait référence à deux mécanismes mis en place au moment de l'introduction en bourse : les engagements de conservation d'actions par les dirigeants et les pactes d'actionnaires. Notre étude porte sur un échantillon de 292 entreprises introduites en bourse entre 1996 et 2000 sur le nouveau marché et le second marché de la bourse de Paris. Nos résultats montrent que la présence et la durée des engagements de conservation d'actions des dirigeants servent à signaler la valeur de la firme lorsque l'asymétrie d'information est grande mais aussi à compenser certaines inefficiences du système de gouvernance de l'entreprise. Nous observons également un impact négatif sur la valeur de la firme des engagements de conservation des dirigeants alors que ceux concernant les sociétés de capital risque l'influence positivement. Concernant les pactes d'actionnaires, nos travaux montrent que leur mise en place est d'autant plus probable que les dirigeants anticipent une cession future de l'entreprise. Ils ont par ailleurs une influence positive sur la valeur de la firme tant qu'ils ne protègent pas les signataires d'une prise de contrôle hostile ; dans ce dernier cas l'effet sur la valeur de la firme est négatif. Finalement, nous montrons qu'il existe une réaction négative du cours de bourse autour du jour de l'expiration des engagements de conservation.

## **Mots-clés :**

Actionnariat des dirigeants, actionnariat des entreprises de capital-risque, asymétrie d'information, engagements de conservation, fusions-acquisitions, gouvernance, introduction en bourse, Q de Tobin, OPA amicales, OPA hostiles, pactes d'actionnaires, valeur de la firme.

## **Laboratoire d'accueil :**

Institut de Recherche en Gestion, Université Paris XII – Val de Marne

Route de Choisy – 94010 Créteil Cedex

Téléphone : 01.41.78.47.67

Télécopie : 01.41.78.47.74

# **CONTRACTUAL COMMITMENTS FROM THE MAIN SHAREHOLDERS AT THE INITIAL PUBLIC OFFERING STAGE**

## **Summary :**

Using a sample of IPO firms, we try to figure out what are the factors influencing the adoption of lockups and shareholder agreements and we also try to assess the impact on firm value of these two commitments. Our study is based on a sample of 292 IPOs made between 1996 and 2000 on the French *nouveau marché* and *second marché*. We found that the adoption of lockups and their length may serve to alleviate information asymmetry at the IPO time. Our results also give pieces of evidence that this mechanism may compensate for some inefficiencies of the corporate governance setting. We found that lockups undertaken by managers have a negative effect on firm value whereas lockups by venture capital firms have a positive one. With regards to shareholder agreements, our tests show that the probability of adopting such a commitment is positively related to managers' anticipation of a future sale of the firm. We also found that shareholder agreements have a positive effect on firm value as long as they do not insulate the company from the threat of a hostile takeover. In this latter case, the effect on firm value is negative. Finally, we found a negative return around the day where lockups are released.

## **Keywords :**

Corporate governance, firm value, friendly takeovers, hostile takeovers, information asymmetry, IPO, lockups, managers' shareholdings, mergers and acquisitions, shareholder agreements, tobin's Q, venture capital's shareholdings.

## **REMERCIEMENTS**

Je souhaite adresser mes remerciements les plus sincères à madame le Professeur Edith Ginglinger pour son aide, ses précieux conseils et son soutien depuis le début de mon travail doctoral. Je la remercie également pour sa patience dont j'ai usé et abusé.

Je tiens aussi à exprimer ma gratitude aux Professeurs Jean-François Gajewski et Carole Gresse de m'avoir fait l'honneur d'accepter de juger mon travail en tant que rapporteurs. Merci également à monsieur le professeur Pierre Cholet d'avoir accepté de faire partie du jury de soutenance.

Je remercie également monsieur le Professeur Gérard Koenig de m'avoir donné la chance de réaliser mes ambitions en m'acceptant dans le master de recherche (ex DEA) en sciences de gestion de l'Ecole Supérieure des Affaires de Paris XII, il y'a de cela quelques années maintenant.

Un grand merci aussi à tous les membres de l'IRG pour leur accueil. Je pense notamment à Abdelmajid Amine, Jean-François Gajewski, Armelle Glérant-Glikson, Pascal Grandin, Nathalie Mourgues, Suzanne Pontier et Arnaud Thauvron.

Je voudrais aussi exprimer ma profonde gratitude envers Florence Labégorre qui m'a permis de réaliser mes travaux empiriques en me prêtant les notes d'information des entreprises de mon échantillon qu'elle avait elle-même collectées pour réaliser ses travaux de thèse. Je la remercie aussi pour son écoute et ses conseils avisés.

J'aimerais par ailleurs souligner à quel point j'ai apprécié les moments passés en compagnie des mes camarades doctorants et anciens doctorants de l'IRG. J'ai une pensée particulière pour Simon Atron, Hatem Mansali et Imen Sassi avec lesquels j'ai passé d'excellents moments à deviser sur divers thèmes concernant nos champs d'investigation communs et sur bien d'autres sujets encore. Je n'oublie pas non plus Caroline, Faten, Karim, Nada, Sabri et Yosra.

Finalement je ne pourrai jamais remercier assez mes parents pour leur soutien tout au long de ce travail. Qu'ils me pardonnent pour toutes les inquiétudes dont j'ai été à l'origine, sans eux je ne serais jamais arrivé jusque là. J'espère qu'avec la fin de ce travail, ils auront de quoi être fiers de moi.



## TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	1
<b>CHAPITRE 1. LES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION D' ACTIONS.....</b>	<b>6</b>
INTRODUCTION.....	6
1.1. CADRE INSTITUTIONNEL DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION EN FRANCE SUR LA PÉRIODE 1996-2000 .....	8
1.2. REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	10
1.2.1. Les justifications théoriques de l'existence des engagements de conservation .....	10
1.2.1.1. <i>Le modèle de Courteau (1995)</i> .....	10
1.2.1.2. <i>Le modèle de Brau, Lambson et McQueen (2005)</i> .....	11
1.2.1.3. <i>L'hypothèse de Mohan et Chen (2001) sur la standardisation de la période d'incessibilité</i> .....	13
1.2.1.4. <i>Brav et Gompers (2003)</i> .....	13
1.2.2. Synthèse des études empiriques.....	14
1.2.2.1. <i>Brau, Lambson et McQueen (2005)</i> .....	15
1.2.2.2. <i>Mohan et Chen (2001)</i> .....	16
1.2.2.3. <i>Brav et Gompers (2003)</i> .....	16
1.2.2.4. <i>Goergen, Renneboog et Khurshed (2006)</i> .....	18
1.3. PRÉSENTATION DES HYPOTHÈSES TESTÉES.....	19
1.3.1. Hypothèse relative à la théorie du signal.....	19
1.3.1.1. <i>Les dépenses de recherche et développement</i> .....	19
1.3.1.3. <i>L'âge de l'entreprise</i> .....	20
1.3.1.4. <i>Le nombre d'analystes financiers</i> .....	20
1.3.1.5. <i>L'hypothèse de certification</i> .....	20
1.3.2. Hypothèse relative à la théorie de l'agence .....	21
1.3.2.2. <i>La divergence entre le degré de contrôle et les droits aux flux</i> .....	24
1.3.2.3. <i>La présence d'un second actionnaire de référence</i> .....	25
1.3.2.4. <i>La présence d'administrateurs indépendants</i> .....	25
1.3.2.5. <i>La taille du conseil d'administration</i> .....	26
1.3.2.6. <i>Le risque de surinvestissement lié au free cash-flow</i> .....	26
1.3.2.7. <i>L'efficacité organisationnelle</i> .....	27
1.3.3. Variables liées à la fois à la théorie de l'agence et à la théorie du signal .....	29
1.3.3.1. <i>La présence d'entreprises de capital-risque</i> .....	29
1.3.3.2. <i>La sous-évaluation initiale</i> .....	29
1.3.4. Hypothèse liée au choix du marché d'introduction.....	31
1.3.5. Variables de contrôle.....	31
1.3.5.1. <i>La taille de l'entreprise</i> .....	31
1.3.5.2. <i>Le risque spécifique de l'entreprise</i> .....	32
1.3.5.3. <i>La période de l'introduction en bourse</i> .....	33
1.3.5.4. <i>Le secteur d'activité de l'entreprise</i> .....	33
1.3.5.5. <i>Le niveau d'endettement de la firme</i> .....	34
1.3.5.6. <i>Les options de croissance</i> .....	34
1.4. PRÉSENTATION DES VARIABLES ET DE L'ÉCHANTILLON .....	35

1.4.1. Les variables de l'étude.....	35
1.4.1.1. <i>Les engagements de conservation</i> .....	35
1.4.1.2. <i>Proxys de l'asymétrie d'information</i> .....	37
1.4.1.3. <i>Variables mesurant la qualité du système de gouvernance</i> .....	39
1.4.1.4. <i>Variables liées à la fois aux théories de l'agence et du signal</i> .....	43
1.4.1.5. <i>Variables de contrôle</i> .....	43
1.4.2. Présentation de l'échantillon.....	44
1.4.2.1. <i>Variables liées à l'introduction en bourse</i> .....	45
1.4.2.2. <i>Variables financières</i> .....	46
1.4.2.3. <i>Variables liées à la gouvernance</i> .....	46
1.4.2.4. <i>Répartition de l'échantillon par année et par industrie</i> .....	48
1.5. PRÉSENTATION DES RÉSULTATS.....	49
1.5.1. Résultat des tests univariés.....	49
1.5.1.1. <i>Les entreprises du second marché</i> .....	49
1.5.1.2. <i>Les entreprises du nouveau marché</i> .....	52
1.5.2. Résultats des tests multivariés.....	53
1.5.2.1. <i>Entreprises du second marché</i> .....	53
1.5.2.2. <i>Entreprises du nouveau marché</i> .....	58
1.5.2.3. <i>Engagement de conservation, efficacité organisationnelle et asymétrie d'information</i> .....	61
1.5.2.4. <i>Choix du marché d'introduction et engagement de conservation sur le second marché</i> .....	62
CONCLUSION.....	65
<b>CHAPITRE 2. ANALYSE DES PACTES D'ACTIONNAIRES LORS DES INTRODUCTIONS EN</b>	
<b>    BOURSE.....</b>	<b>87</b>
INTRODUCTION.....	87
2.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	88
2.1.1. Le modèle de Chemla, <i>et al.</i> (2007).....	88
2.1.2. Modèles analysant les droits de préemption.....	89
2.1.2.1. <i>Le modèle de Bikhchandani, Lippman et Ryan (2005)</i> .....	89
2.1.2.2. <i>Le modèle de Choi (2007)</i> .....	90
2.2. PRÉSENTATION DES HYPOTHESES ET DES VARIABLES.....	91
2.2.1. Présentation des hypothèses.....	91
2.2.1.1. <i>Pacte d'actionnaires et anticipation d'une cession du contrôle</i> .....	91
2.2.1.2. <i>Pactes d'actionnaires et transfert de richesse ex post</i> .....	92
2.2.2. Présentation des mesures.....	93
2.2.2.1. <i>Facteurs explicatifs de la présence d'un pacte d'actionnaires lors de l'introduction en bourse</i> .....	93
2.2.2.2. <i>Pactes d'actionnaires et probabilité que la firme fasse l'objet d'une acquisition postérieurement à l'introduction en bourse</i> .....	96
2.3. PRÉSENTATION DE L'ECHANTILLON ET DES RESULTATS DES TESTS.....	98
2.3.1. Statistiques descriptives concernant les pactes d'actionnaires.....	98
2.3.2. Résultats des tests univariés.....	99
2.3.3. Résultats des tests multivariés.....	101
2.3.3.1. <i>Facteurs explicatifs de la présence de pactes d'actionnaires lors de l'introduction en bourse</i> .....	101
2.3.3.2. <i>Pactes d'actionnaires et probabilité que la firme fasse l'objet d'une acquisition postérieurement à l'introduction en bourse</i> .....	102

2.3.3.3. <i>Analyse de survie et probabilité de cession</i> .....	103
CONCLUSION .....	108
<b>CHAPITRE 3. IMPACT DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION ET DES PACTES D'ACTIONNAIRES SUR LA VALEUR DE LA FIRME .....</b>	<b>131</b>
INTRODUCTION .....	131
3.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE .....	132
3.1.1. Les déterminants de la valeur .....	132
3.1.1.1. <i>La dette</i> .....	133
3.1.1.2. <i>La distribution de dividendes</i> .....	134
3.1.1.3. <i>L'actionnariat des dirigeants et la structure de propriété</i> .....	136
3.1.1.4. <i>Le conseil d'administration</i> .....	137
3.1.1.5. <i>Le marché du contrôle</i> .....	138
3.1.2. Déterminants dans le contexte de l'introduction en bourse .....	138
3.1.2.1. <i>Le niveau de participation des actionnaires-fondateurs et la limitation de la vente de leurs actions lors de l'introduction en bourse</i> .....	139
3.1.2.2. <i>L'établissement introducteur teneur de marché</i> .....	140
3.1.2.3. <i>Les auditeurs des comptes</i> .....	141
3.1.2.4. <i>Les sociétés de capital-risque</i> .....	143
3.1.3. Bénéfices privés et protection du contrôle .....	145
3.1.3.1. <i>La théorie</i> .....	145
3.1.3.2. <i>Les travaux empiriques</i> .....	147
3.1.4. Études empiriques expliquant la valorisation des firmes s'introduisant en bourse .....	149
3.2. PRESENTATION DES HYPOTHESES DE TRAVAIL ET DES VARIABLES DE L'ETUDE .....	150
3.2.1. Hypothèses de travail .....	150
3.2.1.1. <i>Pactes d'actionnaires et valeur de la firme</i> .....	150
3.2.1.2. <i>Engagements de conservation et valeur de la firme</i> .....	154
3.2.1.3. <i>Efficacité du système de gouvernance lors de l'introduction en bourse et signalisation</i> .....	155
3.2.2. Présentation des variables .....	157
3.2.2.1. <i>Valeur de la firme</i> .....	157
3.2.2.2. <i>Mesures relatives aux pactes d'actionnaires et au contrôle de l'entreprise</i> .....	158
3.2.2.3. <i>Mesures relatives aux engagements de conservation d'actions</i> .....	160
3.2.2.4. <i>Actionnariat du P-DG</i> .....	160
3.2.2.5. <i>Conseil d'administration</i> .....	160
3.2.2.6. <i>Surveillance mutuelle</i> .....	161
3.2.2.7. <i>Rang de l'établissement introducteur</i> .....	161
3.2.2.8. <i>Variables de contrôle</i> .....	162
3.3. RESULTATS DE L'ETUDE EMPIRIQUE.....	162
3.3.1. Présentation de l'échantillon.....	162
3.3.1.1. <i>Composition des pactes d'actionnaires</i> .....	162
3.3.1.2. <i>Impact des pactes d'actionnaires sur la structure de propriété et de contrôle</i> .....	163
3.3.2. Résultat des tests univariés .....	165
3.3.2.1. <i>Pactes d'actionnaires et valeur de la firme</i> .....	165
3.3.2.2. <i>Engagements de conservation et valeur de la firme</i> .....	168
3.3.3. Résultats des tests multivariés.....	170

3.3.3.1. Réplication de l'étude de Roosenboom et Schramade (2006).....	171
3.3.3.2. Présentation des résultats de notre étude.....	172
CONCLUSION .....	178
<b>CHAPITRE 4. REACTION DU COURS DE BOURSE LORS DE L'EXPIRATION DES</b>	
<b>    ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....</b>	<b>189</b>
INTRODUCTION .....	189
4.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES .....	190
4.1.1. Synthèse des études précédentes sur l'expiration des engagements de conservation.....	190
4.1.2. Présentation des hypothèses.....	193
4.2. MÉTHODOLOGIE ET PRÉSENTATION DES DONNÉES .....	198
4.2.1. Présentation des données .....	198
4.2.2. Méthodologie de l'étude d'évènement .....	200
4.2.3. Variables explicatives .....	202
4.2.3.1. Volumes de transactions.....	202
4.2.3.2. Type d'actionnaire .....	202
4.2.3.3. Qualité de la firme .....	203
4.2.3.4. Coûts d'agence.....	204
4.2.3.5. Variables de contrôle.....	204
4.3. PRÉSENTATION DES RÉSULTATS .....	205
4.3.1. Statistiques descriptives .....	205
4.3.2. Résultats de l'étude d'évènement .....	207
4.3.2.1. Réaction du cours de bourse pour l'ensemble des événements.....	207
4.3.2.2. Réaction du cours de bourse pour divers échantillons.....	207
4.3.3. Résultats de l'analyse multivariée .....	212
CONCLUSION .....	219
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE .....</b>	<b>245</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>251</b>

## LISTE DES ANNEXES

ANNEXE 1.1 : PRÉSENTATION DE L'INDICE DE SHAPLEY-SHUBIK ET APPLICATION À UN CAS CONCRET .....	67
ANNEXE 1.2 : CALCUL DU DEGRÉ DE CONTRÔLE DANS LES PYRAMIDES.....	70
ANNEXE 2.1 : LE MODELE DE CHEMLA, <i>ET AL.</i> (2007) .....	109
ANNEXE 2.2 : LE MODELE DE CHOI (2007) .....	115

## LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1.1. SYNTHÈSE DES HYPOTHÈSES PROPOSÉES POUR JUSTIFIER L'EXISTENCE DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION .....	74
TABLEAU 1.2. SYNTHÈSE DES ÉTUDES EMPIRIQUES DISPONIBLES SUR LES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....	75
TABLEAU 1.3. VARIABLES UTILISÉES DANS L'ÉTUDE.....	77
TABLEAU 1.4. POURCENTAGE DU CAPITAL BLOQUÉ ET RÉPARTITION DES ENTREPRISES SELON LES TYPES D'ENGAGEMENTS DE CONSERVATION .....	78
TABLEAU 1.5. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'INTRODUCTION ET DES CARACTÉRISTIQUES DES FIRMES .....	79
TABLEAU 1.6. RÉPARTITION DE L'ÉCHANTILLON PAR ANNÉE ET PAR INDUSTRIE .....	80
TABLEAU 1.7. TESTS DE DIFFÉRENCE SUR LES ENTREPRISES DU SECOND MARCHÉ ET DU NOUVEAU MARCHÉ .....	81
TABLEAU 1.8. DÉTERMINANTS DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION SUR LE SECOND MARCHÉ .....	82
TABLEAU 1.9. CHOIX ENTRE LES DEUX ENGAGEMENTS RÉGLEMENTAIRES SUR LE NOUVEAU MARCHÉ .....	83
TABLEAU 1.10. CHOIX D'UN ENGAGEMENT DE CONSERVATION PLUS CONTRAIGNANT SUR LE NOUVEAU MARCHÉ.	84
TABLEAU 1.11. TEST DE L'INFLUENCE SUR LES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION DE L'EFFICACITÉ ORGANISATIONNELLE .....	85
TABLEAU 1.12. TEST DE L'HYPOTHÈSE LIÉE AU CHOIX DU MARCHÉ D'INTRODUCTION.....	86
TABLEAU 2.1. VARIABLES UTILISÉES DANS L'ÉTUDE.....	121
TABLEAU 2.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES SUR LES PACTES D'ACTIONNAIRES.....	122
TABLEAU 2.3. TESTS DE DIFFÉRENCE PARAMÉTRIQUES ET NON PARAMÉTRIQUES SUR LES FACTEURS INFLUENÇANT LA PRÉSENCE DE PACTES D'ACTIONNAIRES.....	123
TABLEAU 2.4. ANALYSE DES DÉTERMINANTS DE LA PRÉSENCE DE PACTES D'ACTIONNAIRES .....	124
TABLEAU 2.5. PACTES D'ACTIONNAIRES ET PRÉDICTION DES FUSIONS-ACQUISITIONS AMICALES.....	125
TABLEAU 2.6. TESTS DU « <i>LOGRANK</i> » DE DIFFÉRENCE DES FONCTIONS DE SURVIE DE GROUPES CONSTITUÉS SELON LES VARIABLES PACTE ET PACTEOPA.....	126
TABLEAU 2.7. PACTES D'ACTIONNAIRES ET PRÉDICTION DES FUSIONS-ACQUISITIONS : RÉGRESSIONS DE COX.....	127
TABLEAU 3.1. VARIABLES UTILISÉES DANS L'ÉTUDE.....	180
TABLEAU 3.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE LA COMPOSITION DES PACTES D'ACTIONNAIRES.....	182
TABLEAU 3.3. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'IMPACT DES PACTES D'ACTIONNAIRES SUR LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET DE CONTRÔLE .....	183
TABLEAU 3.4. TESTS DE DIFFÉRENCE DE LA VALEUR EN FONCTION DES DIFFÉRENTES CLAUSES CONTENUES DANS LES PACTES.....	184
TABLEAU 3.5. TESTS DE DIFFÉRENCE DE LA VALEUR EN FONCTION DE LA PRÉSENCE D'ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....	185
TABLEAU 3.6. RÉPLICATION DE L'ÉTUDE DE ROOSENBOOM ET SCHRAMADE (2006) .....	186
TABLEAU 3.7. DÉTERMINANTS DU Q DE TOBIN .....	187
TABLEAU 3.8. DÉTERMINANTS DU Q DE TOBIN SELON LE MARCHÉ DE COTATION.....	188
TABLEAU 4.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'ÉCHANTILLON DES EXPIRATIONS D'ENGAGEMENTS DE CONSERVATIONS RETENUS DANS L'ÉTUDE .....	221

TABLEAU 4.2. RENTABILITES ET VOLUMES ANORMAUX AUTOUR DE LA DATE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION (N=226) .....	223
TABLEAU 4.3. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES SUR UNE PERIODE DE 20 JOURS AUTOUR DE LA DATE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION POUR DIVERS SOUS-ECHANTILLONS.....	224
TABLEAU 4.4. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES CUMULEES SUR DIFFERENTES PERIODES POUR DIVERS SOUS-ECHANTILLONS .....	225
TABLEAU 4.5. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES SUR UNE PERIODE DE 20 JOURS AUTOUR DE LA DATE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION EN FONCTION DE LEUR LONGUEUR.....	226
TABLEAU 4.6. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES CUMULEES EN FONCTION DE LA LONGUEUR DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION .....	227
TABLEAU 4.7. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES SUR UNE PERIODE DE 20 JOURS AUTOUR DE LA DATE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS EN FONCTION DE L'ANNEE D'EXPIRATION .....	228
TABLEAU 4.8. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES CUMULEES EN FONCTION DE L'ANNEE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION .....	229
TABLEAU 4.9. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES SUR UNE PERIODE DE 20 JOURS AUTOUR DE LA DATE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION EN FONCTION DU TYPE D'ACTIONNAIRE CONCERNE.....	230
TABLEAU 4.10. RENTABILITES ANORMALES MOYENNES CUMULEES SUR DIFFERENTES PERIODES EN FONCTION DU TYPE D'ACTIONNAIRE CONCERNE .....	231
TABLEAU 4.11. VARIABLES UTILISEES DANS L'ETUDE.....	232
TABLEAU 4.12. DETERMINANTS DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LES PERIODES $(T_{-5}, T_{+5})$ ET $(T_{-2}, T_{+2})$ .....	234
TABLEAU 4.13. REGRESSIONS ANALYSANT L'EFFET DE L'INTERACTION ENTRE LA LONGUEUR DE L'ENGAGEMENT ET DES VARIABLES MESURANT LA QUALITE DE LA FIRME SUR LES RENTABILITES ANORMALES MOYENNES CUMULEES DES PERIODES $(T_{-5}, T_{+5})$ ET $(T_{-2}, T_{+2})$ .....	235
TABLEAU 4.14. REGRESSIONS ANALYSANT L'EFFET DES VARIABLES MESURANT LA QUALITE DE LA FIRME SUR LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE DU JOUR DE L'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION .....	236
TABLEAU 4.15 REGRESSIONS ANALYSANT L'EFFET DES VARIABLES MESURANT LA QUALITE DE LA FIRME SUR LA RENTABILITE ANORMALE MOYENNE DU JOUR DE L'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....	237

## LISTE DES FIGURES

FIGURE 1.1. EXEMPLE SOCIETE IGE+XAO.....	70
FIGURE 1.2. CALCUL DU DEGRE DE CONTROLE SELON LA METHODE D'EDWARDS ET WEICHENRIEDER (2004).....	72
FIGURE 2.1. FONCTION DE SURVIE DE KAPLAN-MEIR SUR L'ENSEMBLE DES 275 FIRMES INTRODUITES EN BOURSE SUR LA PERIODE 1996-2000 ET OBSERVEES JUSQU'AU 31 DECEMBRE 2005 .....	128
FIGURE 2.2. COMPARAISON DES FONCTIONS DE SURVIE DE KAPLAN-MEIR DES ENTREPRISES AYANT ADOPTE UN PACTE (PACTE=1) AVEC CELLES QUI NE L'ONT PAS FAIT (PACTE=0).....	128
FIGURE 2.3. COMPARAISON DES FONCTIONS DE SURVIE DE KAPLAN-MEIR DES ENTREPRISES AYANT ADOPTE UN PACTE PROTEGEANT DES OPA HOSTILES (PACTEOPA=1) AVEC CELLES QUI NE DISPOSENT PAS DE PACTE OU SI CE DERNIER N'OFFRE PAS DE PROTECTION CONTRE LES OPA HOSTILES (PACTEOPA=0) .....	129
FIGURE 2.4. COMPARAISON DES FONCTIONS DE SURVIE DE KAPLAN-MEIR DES ENTREPRISES AYANT ADOPTE UN PACTE (PACTE=1) AVEC CELLES QUI NE L'ONT PAS FAIT (PACTE=0) LORSQU'IL N'EXISTE PAS D'ACTIONNAIRE MAJORITAIRE.....	129
FIGURE 2.5. COMPARAISON DES FONCTIONS DE SURVIE DE KAPLAN-MEIR DES ENTREPRISES AYANT ADOPTE UN PACTE PROTEGEANT DES OPA HOSTILES (PACTEOPA=1) AVEC CELLES QUI NE DISPOSENT PAS DE PACTES OU SI CE DERNIER N'OFFRE PAS DE PROTECTION CONTRE LES OPA HOSTILES (PACTEOPA=0) LORSQU'IL N'EXISTE PAS D'ACTIONNAIRE MAJORITAIRE .....	130
FIGURE 4.1. RENTABILITE ANORMALE MOYENNE, CUMULEE ET VOLUME ANORMAL MOYEN SUR LA FENETRE D'EVENEMENT ( $T_{-10}$ , $T_{+10}$ ) .....	238
FIGURE 4.2. RENTABILITE ANORMALE MOYENNE ET CUMULEE SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ , $T_{+60}$ ).....	238
FIGURE 4.3. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) SELON QUE LES ENTREPRISES SONT FINANCEES OU NON PAR CAPITAL RISQUE .....	239
FIGURE 4.4. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) ENTRE LES FIRMES DU SECOND MARCHÉ ET DU NOUVEAU MARCHÉ.....	239
FIGURE 4.5. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) SELON QUE LES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION SONT OU NON CONCLUS DANS LE CADRE D'UN PACTE D'ACTIONNAIRES .....	240
FIGURE 4.6. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) SELON QUE LE COURS DE BOURSE A AUGMENTE OU NON .....	240
FIGURE 4.7. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) SELON QUE LES FIRMES APPARTIENNENT OU NON A DES SECTEURS LIES A LA HAUTE TECHNOLOGIE.....	241
FIGURE 4.8. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) SELON QUE LA FRACTION D' ACTIONS BLOQUEES EST SUPERIEURE OU EGALE A LA MEDIANE OU NON .....	241
FIGURE 4.9. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) EN FONCTION DE LA LONGUEUR DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....	242
FIGURE 4.10. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SUR LA PERIODE ( $T_{-10}$ ; $T_{+60}$ ) EN FONCTION DE L'ANNEE D'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION.....	243



FIGURE 4.11. COMPARAISON DES RENTABILITES ANORMALES CUMULEES SELON LE TYPE D'ACTIONNAIRE

CONCERNE..... 244

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

Pour toute entreprise, l'introduction en bourse est une étape majeure qui va modifier profondément un nombre important de paramètres tels que la géographie du capital et du pouvoir, ses obligations en matière d'information, et plus généralement sa gestion qui dès lors sera sous la surveillance étroite du marché financier. Ce dernier ne manquera pas, à tort ou à raison, de sanctionner ou de plébisciter, via le cours de bourse, les décisions prises en matière de gestion et de choix stratégiques. Les actionnaires de l'entreprise devront accepter une perte du contrôle et l'ouverture du capital, impliquant la possibilité d'une prise de contrôle hostile.

Malgré les obligations et les risques qui lui sont liés, l'introduction en bourse présente de multiples avantages pour une entreprise. Tout d'abord, elle permet de lever des fonds importants pour financer des projets d'investissement rentables et/ou pour se désendetter. Elle permet aussi d'avoir accès à une plus grande diversité de sources de financement. Ensuite, l'introduction en bourse ouvre aussi une porte de sortie pour certains actionnaires historiques comme les fondateurs ou les entreprises de capital-risque. Ainsi, Zingales (1995) explique que l'admission à la cote peut être la première étape d'une cession future du contrôle de l'entreprise. En ce qui concerne les fondateurs, souvent actionnaires majoritaires, l'introduction en bourse peut aussi servir à diversifier un risque spécifique devenu trop important. Finalement, cette opération permet à une firme d'augmenter sa visibilité auprès de ses clients et partenaires et accroît sa réputation auprès de ces derniers. En effet, en prouvant qu'elle peut répondre aux exigences d'une admission à la cote, l'entreprise démontre sa solidité et son savoir-faire.

Sur la période 1996-2000, nous avons assisté à une euphorie boursière liée au développement de l'Internet et des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Cette période est très intéressante car elle correspond à une véritable révolution financière et culturelle. Alors que traditionnellement, une entreprise devait avoir prouvé sa solidité financière et sa capacité à générer des bénéfices avant d'accéder aux marchés financiers, nous avons assisté, entre 1996 et 2000, à l'introduction en bourse de plusieurs sociétés en phase de développement n'ayant pas encore généré de profits et prévoyant même des pertes sur plusieurs exercices. Au début des années 2000, l'optimisme général disparaît devant l'impossibilité pour plusieurs entreprises de tenir leurs promesses de croissance et de plus-values fabuleuses. On assiste même à un des plus grands scandales financiers de l'histoire : l'affaire Enron. L'indice CAC 40, qui avait atteint un niveau de plus de 6 500 points courant 2000, finit à un niveau d'environ 4 624 points fin 2001, soit un retrait de plus de 20 % par rapport au niveau de clôture de l'année précédente.

Un des plus gros problèmes pour une entreprise désirent être introduite en bourse est évidemment de convaincre la communauté des investisseurs qu'elle offre des perspectives de rentabilité intéressantes. Par quels moyens l'entreprise arrive-t-elle à persuader le marché qu'elle constitue un investissement rentable ? Quels éléments influencent la valorisation de la firme par le marché financier ? Ces questions sont d'autant plus intéressantes en ce qui concerne les entreprises qui ont été introduites entre 1996 et 2000, puisque bon nombre d'entre elles n'ont pas tenu leurs promesses.

Nous tenterons d'apporter des réponses aux questions précédentes en étudiant les engagements contractuels des actionnaires de référence lors des introductions en bourse. Par engagements contractuels, nous entendons deux types de mécanismes : les engagements de conservation d'actions et les pactes d'actionnaires. Les engagements de conservation imposent aux actionnaires de l'entreprise présents avant l'introduction de ne pas vendre une certaine fraction de leurs actions pendant une période déterminée à l'avance. Ce genre d'engagement sur la période 1996-2000 est facultatif sur le second marché, alors qu'il est obligatoire sur le nouveau marché. Les pactes d'actionnaires sont des accords entre les actionnaires de référence de la firme (fondateurs, dirigeants, entreprises de capital-risque et investisseurs institutionnels) pour organiser leurs relations, la gestion de l'entreprise et les conditions de cession et/ou de conservation des titres. Nous nous intéresserons à ces deux types d'engagements contractuels des actionnaires, car ils ont une influence importante sur la géographie du capital de l'entreprise ; or, ce dernier point est crucial quand il s'agit de valoriser une entreprise. Les travaux fondateurs de Jensen et Meckling (1976) et Leland et Pyle (1977) ont consacré l'importance de la structure du capital dans la valorisation de l'entreprise. Pour les premiers, à partir du moment où un dirigeant-fondateur ne détient pas 100 % du capital de son entreprise, il est incité à augmenter ses prélèvements de bénéfices privés. Le coût de ces bénéfices privés est supporté par tous les actionnaires, mais ils ne profitent qu'au dirigeant-fondateur : ce sont les coûts d'agence. En conséquence, lorsque le dirigeant-fondateur qui détenait 100 % du capital de sa firme décide de céder une partie de ces titres, les investisseurs anticiperont l'émergence de coûts d'agence et réviseront à la baisse le prix auquel ils sont prêts à acheter les actions de la firme. Pour Leland et Pyle (1977), un niveau substantiel de participation des dirigeants au sein de leur entreprise permet de transmettre aux investisseurs une information positive sur la rentabilité future de celle-ci. En effet, si les dirigeants anticipaient une piètre rentabilité, ils ne consentiraient pas à supporter un niveau de risque spécifique conséquent à travers la détention d'actions de leur firme. Depuis ces deux articles, de nombreux travaux ont examiné le lien entre la valeur de la firme et la géographie du capital. Des travaux plus récents se sont intéressés à l'effet de la divergence entre la structure de propriété et la

structure de contrôle sur la valorisation de la firme (Bebchuk [1999], Bebchuk, Kraakman et Triantis [2000], La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [1999] et Claessens, Djankov et Lang [2000]). En réduisant au minimum leur participation dans le capital tout en s'arrangeant pour conserver le contrôle, les dirigeants et/ou les actionnaires majoritaires s'octroient la possibilité de prélever des bénéfices privés très importants. D'après les travaux empiriques disponibles, les coûts d'agence engendrés par cette situation sont correctement anticipés par les investisseurs, qui révisent la valeur de l'entreprise à la baisse.

Notre travail est organisé en deux grandes parties constituées chacune de deux chapitres. Dans la première partie, nous essayerons de déterminer quels sont les facteurs qui influencent la mise en place et le choix des paramètres des engagements de conservation et des pactes d'actionnaires. Dans la seconde partie, nous analyserons les conséquences de ces engagements contractuels sur la valorisation de la firme.

Le premier chapitre s'intéressera aux facteurs déterminant la mise en place d'un engagement de conservation des dirigeants sur le second marché. Concernant le nouveau marché, la réglementation imposait aux dirigeants un engagement de conservation. Ils avaient alors le choix entre un engagement de conservation de 180 jours pour un montant de 100 % de leurs actions, et un engagement de 360 jours pour 80 % de leurs titres. D'autre part, certains dirigeants ont pris des engagements de conservation plus contraignants que ceux qui sont imposés par la réglementation. Nous essayerons de dégager les facteurs qui ont influencé ce choix. La principale hypothèse avancée pour justifier les engagements de conservation est celle de la signalisation. Ils sont vus dans la littérature comme un complément au signal transmis par le niveau de rétention de capital des dirigeants (Courteau [1995] et Brau, Lambson et McQueen [2005]). Nous développerons par ailleurs une hypothèse liée à la théorie de l'agence. En effet, un engagement de conservation peut aussi être vu comme une incitation financière et à ce titre, il peut être destiné à compenser certaines faiblesses du système de gouvernance lors de l'introduction (manque d'efficacité du conseil d'administration, risque de surinvestissement et autres).

Le second chapitre sera consacré aux déterminants de la mise en place de pactes d'actionnaires. Chemla, Habib et Ljungqvist (2007) expliquent que les pactes d'actionnaires permettent de préserver l'incitation des actionnaires fondateurs à investir de manière optimale au cours de la création de l'entreprise, en protégeant leurs intérêts lors d'une renégociation rendue nécessaire par la menace d'un transfert de richesse de la part de l'actionnaire dominant, ou lorsque la maximisation de la valeur de la firme passe par une cession d'un bloc de contrôle. Les pactes d'actionnaires contiennent souvent des clauses de préemption obligeant les signataires à proposer leurs titres aux autres membres avant de les céder à une tierce partie. Choi (2007) et

Bikhchandani, Lippman et Ryan (2005) montrent que le droit de préemption est coûteux pour ceux qui le mettent en place. Nous pensons qu'ils devraient être instaurés seulement dans des situations où ils sont susceptibles d'engendrer des gains supérieurs à leurs coûts. Ainsi, ils devraient apparaître plus souvent lorsque la probabilité qu'un acquéreur de l'entreprise se présente et qu'un transfert de richesse soit initié par l'actionnaire dominant. D'autre part, Zingales (1995) montre qu'il est important de conserver le contrôle lors de l'introduction en bourse, de manière à être en mesure de négocier les bénéfices privés du contrôle lors d'une cession de l'entreprise. Ainsi, les pactes peuvent servir à conserver une majorité du contrôle dès lors qu'il n'existe pas d'actionnaire majoritaire. Si tel est le cas, nous devrions observer une plus grande probabilité que la firme fasse l'objet d'une fusion ou d'une acquisition postérieurement à son introduction en bourse. Nous testerons cette hypothèse grâce à une analyse de survie.

Dans le chapitre trois, nous tenterons d'évaluer l'effet des engagements de conservation et des pactes d'actionnaires sur la valeur de la firme. L'effet peut être *a priori* négatif ou positif. Le modèle de Chemla et al. (2007) semble postuler un effet positif sur la valeur de la firme. Les pactes d'actionnaires peuvent être vus comme l'acceptation du partage du contrôle, ce qui est censé avoir un effet bénéfique sur la valeur de la firme (Bennedsen et Wolfenzon [2000], Gomes et Novaes [2005] et Bloch et Hege [2001]). Par contre, la protection contre les prises de contrôle induit un effet négatif sur la valeur de la firme (Stulz [1988]) ; or, dans certains cas, les pactes d'actionnaires prévoient expressément la protection du contrôle par l'intermédiaire de clauses d'inaliénabilité conçues de manière à ce que les membres du pacte conservent à tout moment plus de 50 % des droits de vote. Le même effet peut être obtenu par l'inclusion d'une clause de préemption dans le pacte. Concernant les engagements de conservation, Courteau (1995) montre que la durée de l'engagement peut avoir une influence positive sur la valeur de la firme dans les cas où l'asymétrie d'information est telle que même la détention de 100 % du capital ne suffit pas à convaincre les investisseurs de souscrire à l'introduction en bourse.

Finalement, dans le chapitre quatre, nous étudierons la réaction du cours de bourse autour de l'expiration des engagements de conservation. La plupart des études disponibles sur le sujet (Field et Hanka [2001], Ofek et Richardson [2000], Brau, Carter, Christophe et Key [2004], Mohan et Chen [2001] et Nowak, Giancarlon et Peter [2004]) montrent qu'il existe une réaction négative et significative du cours de bourse. Nous confirmerons ce résultat sur le marché français et nous essayerons de dégager les facteurs permettant d'expliquer cette réaction. Plusieurs explications sont possibles. Tout d'abord, des phénomènes mécaniques tels que la pression sur les prix, étudiée par Scholes (1972), peuvent être à l'origine de cette réaction. Il est par ailleurs possible que le désengagement de certains actionnaires exerçant des fonctions de contrôle

explique le phénomène observé. Inversement, le désengagement des fondateurs, s'ils prélevaient des bénéfices privés, peut au contraire engendrer une réaction moins négative voire positive. Finalement, si à l'expiration des engagements de conservation, il subsiste des doutes sur la valeur de la firme, alors il est possible que la réaction dépende des garanties offertes par la firme au moment de l'introduction en bourse.

# CHAPITRE 1. LES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION D'ACTIONS

## INTRODUCTION

À l'occasion d'une introduction en bourse, certains actionnaires s'engagent à conserver une certaine part de leurs actions (de 40% à 100%) pour des durées variables (trois mois à quatre ans). Ce constat peut être fait dans la plupart des pays européens ainsi qu'aux États-Unis (Goergen, Renneboog et Khurshed [2006]). Ces engagements de conservation<sup>1</sup> méritent une attention particulière pour au moins trois raisons. Tout d'abord, pour les actionnaires initiaux, l'introduction en bourse représente la première opportunité de diversifier leur portefeuille. Il est donc intéressant de comprendre pourquoi certains actionnaires décident ou sont obligés de retarder le moment où ils pourront vendre une partie de leurs actions. Cette question prend toute son importance au regard de la quantité d'actions que représentent ces engagements de conservation. Par exemple, d'après les chiffres publiés par Field et Hanka (2001), la fraction moyenne du capital après introduction soumise à une interdiction de vente est de 63% sur leur échantillon de 1 948 entreprises introduites entre 1988 et 1992 sur le marché américain. Selon nos propres estimations, la part du capital bloquée est de plus de 50% pour les entreprises du second et du nouveau marché introduites entre 1996 et 2000. Ensuite, nous pouvons observer de grandes disparités dans la structure de ces engagements entre les pays, mais aussi au sein d'un même marché. Aux États-Unis, la tendance est de mettre en place un engagement de 180 jours pour tous les actionnaires (Field et Hanka [2001], et Bradley, Jordan, Ha-Chin et Roten [2001]). En Angleterre, selon Espenlaub, Goergen et Khurshed (2001), les caractéristiques sont beaucoup plus complexes avec des types d'engagements différents selon les actionnaires. De plus, la durée de l'engagement n'est pas toujours connue à l'avance, car la date d'expiration peut être conditionnée à la survenue d'un événement tel que la publication des résultats de l'entreprise. En France, les dirigeants des entreprises introduites sur le nouveau marché devaient choisir de conserver leurs actions pendant 180 jours pour une fraction de 100%, ou pendant 360 jours pour une fraction de 80% ; et il n'était pas rare de voir des engagements plus contraignants. Sur le second marché, il n'existe aucune obligation en la matière et pourtant, certaines entreprises présentent de tels engagements. Finalement, lors de l'expiration de ceux-ci, le cours de bourse enregistre une baisse significative (-3% en moyenne pour Ofek et Richardson [2000] par exemple). Du point de vue de l'efficacité de marché, ce constat est surprenant puisque, mis à part

---

<sup>1</sup> Les termes employés dans les études américaines et anglaises sont respectivement *lockup* et *lock-in*.

pour la Grande-Bretagne, la date d'expiration est connue avec certitude, ce qui devrait permettre au marché d'anticiper les ventes d'actions et de s'adapter bien avant sa survenue.

Des publications récentes telles que celles de Brau, Lambson et McQueen (2005), Brav et Gompers (2003), Espenlaub et *al.* (2001), et Goergen et *al.* (2006) ont pour objet d'examiner les motivations sous-jacentes à de tels engagements. L'hypothèse principale mise en avant par la plupart des études disponibles est que ces engagements de conservation seraient un signal permettant de dissiper l'asymétrie d'information existant entre les actionnaires internes de l'entreprise et les investisseurs. Selon cette hypothèse, plus l'asymétrie d'information est importante, plus l'engagement de conservation devrait être long. Le signal vient du fait que théoriquement, seuls les dirigeants des entreprises rentables seront prêts à supporter le risque spécifique de la firme, alors que les dirigeants des entreprises de mauvaise qualité s'abstiendraient de prendre un tel engagement. En effet, pendant la période d'incessibilité des titres, le marché peut se rendre compte de la qualité de ces entreprises et en conséquence, revoir à la baisse leur valeur, entraînant des pertes pour les dirigeants qui auraient essayé d'envoyer un signal erroné.

Une autre hypothèse basée sur la théorie de l'agence est aussi envisagée : les engagements de conservation pourraient être un moyen de réduire les coûts d'agence lors de l'introduction en bourse. En cela, ils s'apparenteraient à un mécanisme du gouvernement d'entreprise tel que les rémunérations indexées sur la performance ou le conseil d'administration. Plus précisément, il est possible de considérer que les engagements de conservation d'actions font partie des mécanismes d'incitation financière permettant d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. En garantissant pendant une certaine période un niveau de détention du capital minimum, les engagements de conservation assurent aux investisseurs que les coûts d'agence liés au capital ne dépasseront pas un certain seuil. Selon nous, cette hypothèse n'est envisagée que timidement et n'a pas encore fait l'objet d'un test rigoureux. Par exemple, Espenlau et *al.* (2001) se contentent d'évoquer cette possibilité. Brav et Gompers (2003) sont les seuls à tester cette hypothèse mais selon Brau et *al.* (2005), les variables qu'ils utilisent s'apparentent plus à des proxys de l'asymétrie d'information qu'à des variables liées au conflit d'agence. Ces derniers affirment par ailleurs que les engagements de conservation ne peuvent être considérés comme un mécanisme de gouvernement d'entreprise, tout simplement parce que leur durée est trop courte pour avoir un quelconque effet sur le niveau des coûts d'agence. Rappelons que ces auteurs étudient le marché américain, où il existe une très forte standardisation des engagements de conservation sur une période de six mois. Il convient de noter que ces deux explications ne sont pas mutuellement exclusives.



L'objet de cette première étude est double. Tout d'abord, nous testerons le pouvoir prédictif de la théorie du signal concernant la présence et la durée des engagements de conservation en France. Il s'agit là d'une réplique, sur des données françaises, des études antérieures. Ensuite, nous développerons et testerons une hypothèse d'explication de la présence et de la durée des engagements de conservation basée sur la théorie de l'agence. À partir d'un échantillon d'entreprises introduites sur le second et le nouveau marché entre 1996 et 2000, nous examinerons les deux hypothèses précédemment citées. Un aspect particulièrement intéressant de l'étude du second marché est l'absence totale d'obligation réglementaire, ce qui nous permet de comparer les entreprises présentant des engagements de conservation avec celles qui n'en présentent pas. Sur le nouveau marché, nous étudierons d'abord le choix entre les deux engagements de conservation réglementaires, puis le choix entre l'un des deux engagements de conservation réglementaires et un engagement plus contraignant. Nous testerons finalement l'hypothèse particulière au marché français, selon laquelle certaines entreprises introduites sur le second marché présenteraient des caractéristiques tellement proches de celles qui sont introduites normalement sur le nouveau marché que leur admission sur ce segment aurait été obtenue sous la condition d'un engagement de conservation de la part des principaux actionnaires.

Ce premier chapitre s'organise en cinq sections. Nous commencerons par faire le point sur la réglementation en France. Dans la section suivante, nous aborderons les principales théories et études empiriques sur le thème des engagements de conservation. Dans la troisième section, nous exposerons nos hypothèses. La quatrième partie présentera les variables utilisées et les données de l'étude. Dans la cinquième et dernière section, les résultats des tests seront présentés et analysés.

## **1.1. CADRE INSTITUTIONNEL DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION EN FRANCE SUR LA PÉRIODE 1996-2000**

Aujourd'hui, les engagements de conservation sont totalement facultatifs sur les marchés Euronext et Alternext. Cela correspond à la situation observée, au cours de notre période d'étude, sur le second marché où les engagements de conservation ne font l'objet d'aucune réglementation spécifique : ils sont imposés soit par la banque introductrice, soit par l'AMF lorsque l'entrée d'un ou plusieurs actionnaires dans le capital s'est faite moins d'un an avant la date d'introduction en bourse et à des conditions jugées trop favorables par rapport à celles qui prévalaient lors de l'introduction en bourse.

Pour le nouveau marché, les règles concernant les engagements sur notre période d'étude se trouvent dans l'instruction 96-09 relative à l'engagement de conservation et à la publication des

opérations sur les titres des actionnaires dirigeants. Selon l'article 1-1, tous les dirigeants d'entreprises candidates à l'introduction devaient prendre un engagement de conservation d'une durée de trois ans portant sur 80 % des titres qu'ils détenaient au moment de l'introduction en bourse. L'article 1-2 stipule que pour les sociétés de moins de deux ans d'existence, l'interdiction de cession est absolue pendant les deux premières années. Environ deux ans plus tard, les règles se sont assouplies, avec l'instruction NM3-02 du 1<sup>er</sup> décembre 1998. L'article 1 du premier chapitre de cette instruction stipule que les actionnaires dirigeants prennent l'engagement de conserver soit 80 % des instruments financiers qu'ils détiennent lors de l'introduction pendant un an, soit 100 % pendant six mois. L'article 2 réitère l'impossibilité totale de cession pour les collectivités émettrices dont l'existence est inférieure à deux années.

Les engagements de conservation doivent être présentés dans les notes d'information émises à l'occasion des introductions en bourse. Ils apparaissent dans le prospectus d'introduction en bourse sous une rubrique dédiée, dans la section « Renseignement concernant le capital ».

Mis à part les règles du nouveau marché ou la volonté des banques introductrices, il existe au moins deux autres raisons à l'existence d'engagements de conservation. Ce point est important car comme nous le verrons, il a des conséquences sur notre étude empirique.

Tout d'abord, avant l'instruction du 13 février 2001, la COB<sup>2</sup> pouvait imposer au cas par cas des engagements de conservation à certains actionnaires entrés dans le capital moins d'un an avant l'introduction en bourse. En effet, selon le bulletin de la COB n°353 de janvier 2001, de nombreuses émissions de titres intervenant après la demande d'admission à la cote et à des conditions de prix nettement plus favorables que celles qui étaient pratiquées pour les investisseurs de l'introduction en bourse ont été constatées. Les décotes supérieures à 20 % entraînaient l'opposition de la COB à l'admission des titres sur la base de l'article 42 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières et de l'article 2 du règlement n°96-01 qui prévoit que la Commission s'oppose à l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers lorsque, pendant l'année précédant l'admission, ces instruments ont fait l'objet d'opérations au profit de personnes qui seraient indûment privilégiées. L'instruction du 13 février 2001 organise l'application du règlement 96-01 en précisant la notion « d'avantage indûment privilégié » et le dispositif mis en place lorsque l'avantage indûment privilégié est caractérisé. Ce dispositif est un engagement de conservation sur la totalité des titres

---

<sup>2</sup> La Commission des opérations de bourse (COB) a fusionné en 2003 avec le Conseil des marchés financiers (CMF) pour donner naissance à l'Autorité des marchés financiers (AMF). Nous faisons référence à la COB car les règlements que nous allons évoquer datent d'une période antérieure à la fusion.

pendant les six premiers mois après l'introduction en bourse, les deux tiers des titres pendant les trois mois suivants et le tiers des titres pendant la période de neuf mois à un an après l'introduction. Cet engagement concernera obligatoirement les actionnaires entrés moins de deux mois avant l'introduction avec une décote maximale de 20 % par rapport au prix de l'introduction, et dûment justifiée dans le prospectus, ou ceux qui sont entrés au cours des dix mois précédant cette période de deux mois avec une décote supérieure à plus de 30 %. De plus, cette instruction met en place une obligation d'information précise dans les prospectus sur les mouvements ayant affecté le capital pendant les trois années précédant l'admission à la cote à travers des modèles de tableaux récapitulatifs.

Finalement, les actionnaires présents dans le capital préalablement à l'introduction en bourse peuvent décider de mettre en place, au sein d'un pacte d'actionnaires, une clause dite « d'inaliénabilité des actions ». Il s'agit donc ici d'engagements de conservation provenant de la volonté même des actionnaires, contrairement aux engagements de conservation du nouveau marché, des banques d'investissement et de la COB. Les pactes d'actionnaires font l'objet du deuxième chapitre de notre travail.

## **1.2. REVUE DE LA LITTÉRATURE**

Cette section est consacrée au passage en revue les différentes études relatives aux engagements de conservation. Nous commencerons par présenter les justifications théoriques, avant d'analyser les résultats des études empiriques disponibles sur le sujet.

### **1.2.1. Les justifications théoriques de l'existence des engagements de conservation**

À notre connaissance, il n'existe que deux modèles théoriques justifiant l'existence des engagements de conservation : il s'agit de Courteau (1995) et Brau et *al.* (2005). Mohan et Chen (2001) et Brav et Gompers (2003) proposeront eux aussi des explications, mais elles ne sont pas soutenues par un modèle. Le tableau 1.1 propose une synthèse des explications avancées par la littérature financière. Ces hypothèses sont décrites dans cette section.

#### *1.2.1.1. Le modèle de Courteau (1995)*

Courteau (1995) explique que les autorités boursières américaines imposent fréquemment des engagements de conservation aux actionnaires des entreprises qui souhaitent s'inscrire à la

cote (règlement *Rule 144* décrit précédemment ou les lois *Blue Sky*<sup>3</sup> dans certains États d'Amérique du Nord). L'objet de son modèle est de décrire les situations dans lesquelles les actionnaires sont incités à adopter des engagements de conservation plus contraignants en termes de longueur et/ou de pourcentage d'actions que ceux qui sont imposés par les autorités. Le modèle est construit sur deux périodes de transactions après l'introduction en bourse. À l'issue du premier tour de transactions, le marché reçoit une information sur la valeur de l'entreprise à la fin du jeu et il révisé ses anticipations en conséquence. Les choix d'un engagement sur une seule période (engagement réglementaire) ou sur les deux périodes (engagement facultatif) et du niveau de rétention de capital par le dirigeant dépendent de la valeur de la firme à signaler, de l'importance du risque idiosyncratique et de l'asymétrie d'information. Lorsque cette dernière est faible, toutes les entreprises peuvent se signaler avec succès en adoptant un engagement de conservation court, car la qualité de l'information délivrée aux investisseurs à l'issue de la première période leur permet d'inférer avec précision la valeur de la firme. Cette dernière est alors une fonction croissante du niveau de rétention de capital proposé par le dirigeant. Dans le cas où l'asymétrie d'information est telle que l'information délivrée à la fin du premier tour de transactions ne permet pas d'anticiper correctement la valeur finale de l'entreprise, le marché ne souscrira à l'introduction que si le dirigeant accepte un engagement de conservation sur deux périodes. Finalement, lorsque le niveau d'asymétrie d'information est intermédiaire (entre élevé et faible), le choix d'un engagement sur une ou deux périodes va dépendre de la valeur à signaler. Courteau montre qu'il existe un seuil de valeur  $\mu^*$  en dessous duquel les entreprises peuvent se signaler avec succès en proposant un engagement de conservation court, avec un niveau de rétention de capital adéquat. Pour toutes les entreprises dont la valeur à signaler est supérieure à  $\mu^*$ , il est nécessaire d'opter pour un engagement sur deux périodes car selon le modèle, le niveau de rétention de capital nécessaire dans un engagement court serait supérieur à 100%, ce qui est évidemment impossible. Ces entreprises choisissent donc un engagement de conservation sur deux périodes et un niveau de rétention croissant avec la valeur de la firme à signaler.

#### 1.2.1.2. *Le modèle de Brau, Lambson et McQueen (2005)*

Le second modèle est proposé par Brau et *al.* (2005). Ces auteurs aboutissent à un équilibre séparé dans lequel seules les entreprises de bonne qualité réussissent à s'introduire sur le marché financier. Pendant l'engagement de conservation, la nature révélera la qualité de la firme avec une probabilité  $r(L, \theta)$  où  $L$  représente la longueur de l'engagement de conservation et  $\theta$ , une mesure

---

<sup>3</sup> Ce terme désigne toutes les lois et règlements particuliers à un État donné des Etats-Unis, qui sont relatifs notamment à la cotation des instruments financiers. Ces lois et règlements peuvent être à l'origine d'engagements de conservation, selon Courteau.

de la transparence de la firme. La probabilité  $r$  est une fonction croissante de  $L$  et de  $\theta$ . Cela revient à considérer que la probabilité que le marché apprenne la vraie valeur de l'entreprise est d'autant plus importante que l'engagement de conservation est long et que l'asymétrie d'information est faible. Brau et *al.* (2005) vont montrer que la longueur des engagements de conservation des firmes de qualité élevée croît avec le niveau d'asymétrie d'information. En effet, plus l'asymétrie d'information est faible, plus la probabilité que le marché apprenne la nature réelle de la firme est importante. Par conséquent, les entreprises de faible qualité qui tenteraient d'imiter les firmes de haute qualité encourent un risque d'autant plus élevé d'être découvertes et de subir une correction de leur valeur à la baisse. Cela permet donc d'obtenir un équilibre séparé dans lequel l'engagement de conservation des firmes de bonne qualité est plus court par rapport à une situation de forte asymétrie d'information. Les auteurs montrent aussi que la longueur des engagements de conservation décroît avec le risque idiosyncrasique de la firme. L'intuition est que, toutes choses égales par ailleurs, le coût de la signalisation est d'autant plus important que le risque spécifique de la firme est élevé. Donc, les « mauvaises » firmes sont d'autant plus dissuadées d'imiter les « bonnes » firmes, ce qui permet une nouvelle fois un équilibre séparé avec des engagements de conservation plus courts.

Ces deux modèles donnent lieu à la même prédiction : la durée des engagements de conservation est croissante avec le degré d'asymétrie et décroissante avec le risque spécifique. Ils apportent une réponse à une des principales limites du modèle de Leland et Pyle (1977), qui est de ne considérer qu'une seule période de transaction : celle de l'introduction en bourse. En effet, d'après Gale et Stiglitz (1989), les dirigeants des firmes de faible qualité peuvent tout à fait imiter les dirigeants de firmes de qualité élevée en s'abstenant de vendre des actions lors de l'introduction en bourse. Ils n'encourent aucune pénalité car une fois l'introduction passée, ils peuvent céder leurs titres avant que la valeur réelle de leur entreprise ne soit révélée. L'introduction d'un engagement de conservation rendrait crédible le signal émis par le niveau de rétention du dirigeant. Les grandes différences entre les modèles de Courteau (1995) et Brau et *al.* (2005) sont au nombre de trois. La première se situe au niveau de la valeur des firmes introduites en bourse. Pour Brau et *al.* (2005), il existe seulement deux types de firmes : celles de haute qualité et celles de basse qualité. Et lors d'un équilibre séparé, seules les premières parviennent à convaincre les investisseurs de souscrire à l'introduction. Cette hypothèse forte est relâchée par Courteau (1995), qui considère un continuum de valeurs possibles pour les entreprises candidates à l'introduction en bourse, avec toutefois un seuil minimal. Cela nous amène à la seconde distinction qu'il est possible de faire entre les deux modèles et qui tient au fait qu'en ne considérant que deux types de valeur possible, le modèle de Brau et *al.* (2005) fait complètement

abstraction du niveau de rétention proposé par les dirigeants comme signal de la valeur de l'entreprise. Une entreprise dont le dirigeant s'engage à conserver 100 % de ses actions pendant 360 jours enverrait donc, selon Brau et *al.* (2005), le même signal que s'il s'engageait à conserver 10 % de ses actions pendant la même période. Le modèle de Courteau ne souffre pas de cette limite, puisque l'auteur considère que la valeur signalée est toujours une fonction croissante du niveau de rétention du dirigeant. Cet avantage entraîne un inconvénient qui constituera la troisième différence importante entre les deux modèles : Brau et *al.* (2005) considèrent un continuum de longueurs possibles pour les durées d'engagement de conservation alors que Courteau (1995) ne prend en compte que la possibilité d'un engagement court ou long (une ou deux périodes). Cela nous semble être une simplification dont le coût est moindre que celle qui consiste à ne considérer que deux types de firme, étant donné que la théorie de Courteau aboutit aux mêmes prédictions, mais tout en conservant le signal proposé initialement par Leland et Pyle (1977), à savoir le niveau de rétention du capital par le dirigeant lors de l'introduction.

#### *1.2.1.3. L'hypothèse de Mohan et Chen (2001) sur la standardisation de la période d'incessibilité*

Concernant les hypothèses informelles, Mohan et Chen (2001) affirment, en se basant sur des entretiens faits avec des banques d'investissement, que ce serait des investisseurs influents qui demanderaient ce genre d'engagement de la part des dirigeants actionnaires. La période et le nombre d'actions concernées par cet engagement seraient apparemment déterminés lors de conversations informelles avec ces investisseurs influents. Ces derniers ayant accès à une information privée, la longueur de la période de verrouillage qu'ils demandent devrait refléter le risque qu'ils perçoivent par rapport à l'entreprise. Les auteurs remarquent que les engagements de conservation ont tendance à se standardiser sur une période de 180 jours ; ils affirment que cette durée représente la norme et que toute déviation à la hausse ou à la baisse refléterait un risque accru des émetteurs. Ainsi, les entreprises qui ne pourraient pas se contenter d'un engagement sur une période de 180 jours auraient le choix entre un engagement plus long ou plus court, assorti d'une sous-évaluation plus forte pour compenser le risque qu'elles présentent pour les investisseurs.

#### *1.2.1.4. Brav et Gompers (2003)*

Brav et Gompers (2003) vont proposer trois causes possibles expliquant la présence d'engagements de conservation, desquelles ils déduiront des hypothèses testables. La première explication est, comme pour Brau et *al.* (2005) et Courteau (1995), le besoin de se signaler dans un contexte d'asymétrie d'information. Ils estiment que si l'entreprise parvient à se signaler, elle

devrait vraisemblablement être en mesure de réviser le prix d'introduction définitif à la hausse par rapport au milieu de la fourchette de prix indicative fournie dans le prospectus d'introduction préliminaire. Ils en déduisent que si les engagements de conservation sont un signal de la qualité de la firme, leur durée devrait être corrélée positivement avec le pourcentage de révision du prix définitif par rapport au milieu de la fourchette<sup>4</sup>. Toujours pour l'hypothèse de signalisation, Brav et Gompers (2003) considèrent que les entreprises veulent se signaler pour obtenir un meilleur prix lors d'une émission d'actions secondaires à l'issue de la période d'incessibilité des titres. Selon la seconde explication, les engagements de conservation pourraient résoudre le problème de l'aléa moral. Dans ce cas, il s'agirait pour les auteurs de résoudre le problème d'asymétrie d'information non pas sur la valeur de la firme qui serait observable *ex ante*, mais sur le comportement des actionnaires internes après l'introduction. Ces derniers pourraient ne pas agir dans l'intérêt des investisseurs une fois l'introduction passée. Ainsi, les actionnaires internes des entreprises pour lesquelles les problèmes d'aléa moral sont susceptibles d'être importants devraient s'engager à conserver plus longtemps une certaine fraction de leurs actions. Les auteurs ajoutent que pendant la période d'incessibilité des actions, de l'information concernant le futur de l'entreprise sera révélée et permettra aux investisseurs de se faire une meilleure idée de sa valeur. Pour tester cet hypothèse, Brav et Gompers (2003) vont prendre des proxys généralement utilisés pour mesurer l'asymétrie d'information. Brau et *al.* (2005) critiquent vivement l'hypothèse de l'aléa moral et expliquent que les résultats présentés par Brav et Gompers (2003) sont tout à fait cohérents avec leur hypothèse de signalisation. Finalement, la dernière explication proposée est que les banques d'investissement vont tenter d'extraire des rémunérations plus importantes en imposant des engagements de conservation plus longs. L'hypothèse tient au fait que pendant l'engagement de conservation, aucune cession ne pourra se faire sans le consentement de la banque introductrice et donc, les actionnaires devront nécessairement effectuer les éventuelles cessions en passant par l'intermédiaire de la banque, qui pourra alors se rémunérer sur la transaction.

### 1.2.2. Synthèse des études empiriques

Le tableau 1.2 présente une synthèse des études empiriques réalisées à ce jour et qui sont au nombre de cinq. Pour chaque étude, nous indiquons le marché concerné, la période étudiée, la

---

<sup>4</sup> Le pourcentage de révision du prix d'introduction définitif par rapport au milieu de la fourchette se définit comme la différence entre le prix d'introduction définitif et le milieu de la fourchette de prix rapportée au milieu de la fourchette de prix.

taille de l'échantillon, la méthode économétrique<sup>5</sup> et les principaux résultats. Lorsque les différents chercheurs présentent à la fois des tests univariés et multivariés, nous reportons les résultats des tests multivariés. Pour chacune des variables étudiées, nous présentons le signe prédit par les hypothèses posées et les signes obtenus, la mention « ns » identifiant les résultats non significatifs. Lorsque l'article pose deux hypothèses alternatives sans se décider ni pour l'une ni pour l'autre, nous l'indiquons par un point d'interrogation dans la colonne « Signe attendu ».

#### 1.2.2.1. *Brau, Lambson et McQueen (2005)*

Brau et *al.* (2005) proposent un test empirique du modèle présenté dans la sous-section 1.1. L'échantillon qu'ils étudient se compose de 2 463 introductions en bourse et de 2 555 émissions d'actions secondaires<sup>6</sup>. Ils proposent des tests univariés qui sont globalement confirmés par les résultats que nous reportons dans le tableau 1.2. L'hypothèse principale est que les firmes dont le niveau d'asymétrie est important devraient présenter des engagements de confirmation plus longs en moyenne. La seconde hypothèse est que les entreprises dont le risque spécifique est important devraient avoir des engagements de conservation plus courts, car le coût d'un signal erroné est plus élevé pour les firmes dont la qualité est basse. Toutes les variables utilisées dans l'étude autres que le risque spécifique sont censées être des proxys liés positivement ou négativement avec l'asymétrie d'information. Plus particulièrement, en se fondant sur l'hypothèse de certification développée par Beatty et Ritter (1986), Michaely et Shaw (1995) et Megginson et Weiss (1991), les auteurs affirment que l'asymétrie d'information devrait être décroissante avec les variables mesurant la réputation de la banque d'investissement, la réputation de l'auditeur des comptes et la présence d'entreprises de capital-risque. Le tableau 1.2 montre qu'à l'exception des variables dichotomiques « appartenance au secteur de la haute technologie » qui n'est pas significative et « appartenance au secteur financier » qui a un effet positif contraire aux prédictions, les variables présentent toutes les signes attendus et sont significatives. Brau et *al.* (2005) concluent que l'hypothèse de signalisation semble pertinente pour expliquer la présence et la longueur de l'engagement de conservation. Concernant la méthode économétrique, il convient de remarquer que les auteurs sont les seuls à tenir compte de la nature de la variable dépendante qui est censurée à gauche lorsque l'échantillon comprend des firmes ne présentant pas de tels

---

<sup>5</sup> Nous verrons ultérieurement que ce point est important. En effet, étant donné que la variable est à la fois discrète et censurée à gauche, les régressions utilisant la méthode des moindres carrés peuvent ne pas être le meilleur choix pour étudier l'influence concomitante de plusieurs variables explicatives.

<sup>6</sup> Une émission d'actions secondaire se définit comme la vente d'actions anciennes et/ou nouvelles, initiée par une entreprise ayant déjà effectué son introduction en bourse. Le terme anglo-saxon utilisé est *seasoned equity offerings*. Brau et *al.* (2005) supposent que le degré d'asymétrie d'information est moindre pour les entreprises effectuant une émission d'actions secondaires.



engagements. En effet, la variable dépendante prend la valeur zéro pour les observations où il n'y a pas d'engagement de conservation. Dans ce cas, l'estimateur des moindres carrés ordinaires sera biaisé et non convergent et ce même si la régression est appliquée au sous-ensemble d'observations pour lesquelles la variable dépendante n'est pas égale à zéro (Gujarati [2004]). Une solution peut être d'estimer un modèle Tobit, comme le font Brau et *al.* (2005).

#### 1.2.2.2. *Mohan et Chen (2001)*

Mohan et Chen (2001) testent l'hypothèse selon laquelle la durée des engagements de conservation reflète le risque de l'émetteur. Selon eux, les banques d'investissement se soucient d'assurer au marché une valeur minimale à la fois dans le court terme, en stabilisant le cours de bourse, et dans le long terme, en imposant des engagements de conservation aux actionnaires présents dans le capital préalablement à l'introduction en bourse. Ils affirment que la norme est une période de 180 jours. Lorsque l'émetteur présente un risque accru, ses actionnaires devraient s'engager pour une période plus longue. Néanmoins, selon les auteurs, les actionnaires ont un comportement actif dans la détermination de la durée de l'engagement et donc, les émetteurs en moyenne plus risqués peuvent refuser une sous-diversification trop importante. Dans ce cas, ils pourraient obtenir de s'engager pour une période plus courte que la norme, mais qui devra être compensée par une sous-évaluation initiale plus forte. Les tests univariés que Mohan et Chen (2001) présentent (tests non reportés dans le tableau 1.2) semblent conforter cette analyse. En utilisant des proxys du risque de l'émetteur tels que l'écart type des cours de bourse sur vingt jours après le deuxième jour de l'introduction en bourse et le taux de rémunération pratiqué par la banque introductrice, ils montrent que les entreprises dont l'engagement de conservation est de 180 jours sont moins risquées que les entreprises dont la durée d'engagement dévie cette norme. Finalement, ils effectuent une régression dont nous avons reporté les résultats dans le tableau 1.2. La durée de l'engagement de conservation présente un signe négatif significatif au seuil de 5%. La même variable élevée au carré présente un signe positif également significatif au seuil de 5%. Les auteurs concluent à la validation de leur hypothèse.

#### 1.2.2.3. *Brav et Gompers (2003)*

Brav et Gompers (2003) testent les hypothèses présentées dans la section précédente. Le tableau 1.1 montre que ces auteurs aboutissent à une prédiction différente pour l'hypothèse de signalisation par rapport à Courteau (1995) et Brau et *al.* (2005) : les engagements de conservation devraient permettre d'obtenir une révision à la hausse du prix d'introduction plus importante et aussi un meilleur prix lors d'une augmentation de capital ultérieure. Brau et *al.* (2005) affirment

que l'hypothèse de signalisation n'amène aucune prédiction relative au lien concernant la durée de la période d'inaliénabilité avec la révision du prix d'introduction et la probabilité de faire une émission de capital secondaire après l'expiration de l'engagement de conservation. Brav et Gompers (2003) testent cette hypothèse séparément en effectuant un test de Student de différence de moyenne sur la longueur de l'engagement de conservation, entre un groupe d'entreprises pour lesquelles le pourcentage de révision du prix d'introduction par rapport au milieu de la fourchette est positif et un groupe pour lequel ce même ratio est négatif. Ils testent aussi la différence de fréquence d'émissions secondaires entre un échantillon d'entreprises dont la longueur de l'engagement de conservation est supérieure à la médiane et un échantillon pour lequel la durée est inférieure à la médiane. Les deux tests de différence n'étant pas significatifs, les auteurs concluent que l'hypothèse de signalisation n'est pas validée. Comme en atteste le tableau 1.2, ni le pourcentage de révision du prix définitif ni la probabilité d'une émission secondaire ne seront intégrés aux régressions effectuées. Pour l'hypothèse de prévention de l'aléa moral, Brav et Gompers (2003) utilisent comme proxy l'ensemble des variables figurant dans le tableau 1.2. Comme le remarquent Brau et *al.* (2005), quelques-unes des variables utilisées sont plutôt considérées, dans la littérature financière, comme des proxys de l'asymétrie d'information. En particulier, le rang de la banque d'investissement et la présence d'une ou plusieurs entreprises de capital-risque en tant qu'actionnaires sont censés réduire l'asymétrie d'information vis-à-vis du public (cf. Section 1.1 concernant l'hypothèse de certification). Considérant les résultats de la régression reportée dans le tableau 1.2, les auteurs concluent que l'hypothèse de prévention de l'aléa moral est corroborée, considérant que l'ampleur de l'aléa moral est liée d'une part négativement avec le *book-to-market*, le rapport des *cash-flows* au chiffre d'affaires, la présence d'entreprises de capital-risque, le rang de la banque introductrice, et d'autre part positivement avec la part de l'introduction réalisée par la vente d'actions nouvellement émises (si les entreprises peuvent vendre une part importante d'actions anciennes, c'est qu'elles souffrent d'un problème d'aléa moral moins important, toutes choses étant égales par ailleurs). Le signe positif trouvé pour le rang de la banque introductrice est contraire à la dernière hypothèse qui veut que les banques d'investissement de haut rang extraient un surplus de rémunération via l'imposition d'engagements de conservation plus longs. Brav et Gompers (2003) vont tester cette hypothèse séparément de deux manières. D'abord, ils constatent que la banque d'investissement peut extraire des rémunérations additionnelles en jouant le rôle de teneur de marché pour les ventes d'actions effectuées pendant l'engagement de conservation. Pour un sous-échantillon de 429 entreprises pour lesquelles des ventes anticipées ont été autorisées par la banque introductrice, ils calculent la rémunération moyenne en prenant pour ces firmes la moyenne du produit du nombre

d'actions vendues par la fourchette enregistrée le jour de la vente. La rémunération maximale qui peut donc être extraite via la position de teneur de marché est estimée par Brav et Gompers (2003) à 45 578 \$. Étant donné la relative faiblesse de ce chiffre, ils en concluent que cela ne présente pas grand intérêt pour la banque<sup>7</sup>. Ensuite, Brav et Gompers (2003) affirment que si l'engagement de conservation sert aux banques d'investissement à se rémunérer en organisant les cessions d'actions secondaires, cela devrait se traduire, au niveau de l'émetteur, par une probabilité moindre de ne pas retenir la banque ayant effectué son introduction sur le marché. Ils régressent la probabilité de changement de banque sur différentes variables ayant démontré un pouvoir explicatif (sur ce point, voir Krigman, Shaw et Womack [2001]) et une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'émission se fait avant la fin de la période d'incessibilité des titres et 0 dans le cas contraire. Cette dernière variable n'est pas statistiquement significative, ce qui a ainsi conduit les auteurs à rejeter définitivement l'hypothèse selon laquelle les banques introductrices de haut rang imposent des engagements de conservation plus longs pour extraire des rémunérations additionnelles.

#### 1.2.2.4. *Goergen, Renneboog, et Khurshed (2006)*

Goergen et *al.* (2006) vont étudier les nouveaux marchés français et allemand. Pour tenir compte de la diversité des engagements de conservation dans une même entreprise, ils effectuent leurs calculs sur les actionnaires et non pas sur les entreprises. Ils vont tester l'hypothèse de Brau et *al.* (2005) sur l'asymétrie d'information en utilisant les variables suivantes : proportion de l'actif net total représentée par les actifs intangibles, âge de la firme et logarithme naturel de la capitalisation boursière calculé à partir du prix d'offre définitif. Ils testeront aussi l'hypothèse de certification pour l'Allemagne en utilisant le rang de la banque introductrice et la présence ou non d'investisseurs en capital-risque. Concernant ce dernier point, ils évoquent aussi la possibilité que les entreprises de capital-risque agissent comme un complément au signal émis par l'intermédiaire d'un engagement de conservation. Ils reprendront les hypothèses posées par Brav et Gompers (2003) et concernant, pour la première, la possibilité pour les entreprises dont les engagements de conservation sont plus longs de réviser à la hausse le prix d'offre définitif par rapport au milieu de la fourchette et pour la deuxième, le fait que les banques d'investissement de qualité imposent des engagements de conservation plus longs pour extraire une rémunération plus importante lors d'éventuelles opérations de cession qui devront se faire nécessairement via elles-mêmes durant la période d'incessibilité des titres. Ils introduisent d'autres hypothèses relatives à la possibilité

---

<sup>7</sup> Ces résultats sont cohérents avec ceux de Ellis, Michaely et O'Hara (2000) qui montrent qu'après les introductions en bourse, les banques d'investissement extraient de faibles revenus de leur position de teneur de marché.

d'utiliser alternativement la sous-évaluation initiale, le pourcentage de rétention et la durée des engagements de conservation. Comme nous l'avons signalé, au sein d'une même entreprise, peuvent cohabiter des engagements de conservation différents tant sur la longueur que sur le pourcentage d'actions inaccessibles. Dans leur étude empirique, les auteurs ont tenté de prendre en compte ce fait en raisonnant au niveau de l'actionnaire et non de la firme, ce qui leur permet de tester, en plus des effets des caractéristiques de l'entreprise sur l'engagement de conservation, les effets liés à la nature de chaque actionnaire.

### **1.3. PRÉSENTATION DES HYPOTHÈSES TESTÉES**

Nous présenterons, dans cette partie, les diverses hypothèses qui peuvent être envisagées pour justifier l'existence des engagements de conservation en bourse. Nous aborderons en premier lieu les hypothèses relatives à la théorie du signal, et ensuite celles qui sont liées à la théorie de l'agence. À notre connaissance, ce dernier point n'a pas encore fait l'objet d'une étude détaillée.

#### **1.3.1. Hypothèse relative à la théorie du signal**

Selon les modèles de Courteau (1995) et de Brau et *al.* (2005), le niveau de l'asymétrie d'information serait le principal facteur expliquant la longueur des engagements de conservation. Notre première hypothèse est donc la suivante :

*H1. Les engagements de conservation des actionnaires sont d'autant plus longs que le niveau d'asymétrie de la firme est élevé.*

L'asymétrie d'information est un concept difficile à mesurer et il n'existe probablement pas une seule variable nous permettant d'appréhender ce phénomène correctement. Nous devons donc recourir à un ensemble de variables proxys que nous présentons ci-dessous.

##### *1.3.1.2. Les dépenses de recherche et développement*

La première variable que nous utiliserons sera liée aux dépenses de recherche et développement. Il s'agit d'une variable largement utilisée dans la littérature. Récemment, Aboody et Lev (2000) ont montré que les dépenses de recherche et développement contribuent significativement à l'augmentation de l'asymétrie d'information. Goergen et *al.* (2006) utilisent le niveau des actifs incorporels de la firme. L'avantage de prendre les dépenses de recherche et développement est que cette mesure n'est pas biaisée par des éléments de nature purement

comptable, comme peuvent l'être le montant des actifs incorporels. Nous nous attendons donc à une relation positive entre le niveau des dépenses de recherche et développement d'une part et la probabilité d'observer un engagement de conservation et sa longueur d'autre part.

#### *1.3.1.3. L'âge de l'entreprise*

Notre deuxième mesure du niveau d'asymétrie d'information sera l'âge de l'entreprise au moment de son introduction en bourse. Cette variable a été largement utilisée dans la littérature pour mesurer le degré d'asymétrie d'information. En particulier, Espenlaub et *al.* (2001), Goergen et *al.* (2006) se servent de l'âge dans leurs tests. L'argument avancé est que plus les entreprises sont jeunes, moins les investisseurs disposent d'un historique comptable et financier suffisant pour les juger correctement. Nous devrions donc observer une relation positive entre l'âge de la firme d'une part et la probabilité d'observer un engagement de conservation et sa longueur d'autre part.

#### *1.3.1.4. Le nombre d'analystes financiers*

Le nombre d'analystes financiers s'intéressant à une entreprise est aussi une variable largement utilisée dans la littérature comme proxy de l'asymétrie d'information. Bhushan (1989), Brennan et Subrahmanyam (1995) montrent qu'une plus grande couverture par les analystes financiers a tendance à réduire les coûts de sélection adverse mesurés par l'inverse de la profondeur de marché. Plus récemment, Frankel, Kothari et Weber (2006) confirment l'utilité du suivi des analystes comme variable mesurant le niveau de production d'information sur une firme donnée. Ils montrent que le nombre d'analystes n'a pas d'influence significative sur leur mesure du contenu informationnel de leurs prévisions. Ce résultat indique que le nombre d'analystes suivant une entreprise particulière s'ajuste à son niveau d'asymétrie d'information. Autrement dit, selon les résultats de Frankel et *al.* (2006), lorsqu'un certain nombre d'analystes suivent déjà une entreprise, un analyste financier ne décidera d'émettre une prévision ou une recommandation supplémentaire que s'il estime pouvoir apporter une information utile et nouvelle. Ainsi, il devrait exister une relation négative entre le nombre d'analystes suivant une entreprise d'une part et la probabilité d'observer un engagement de conservation et sa longueur d'autre part.

#### *1.3.1.5. L'hypothèse de certification*

Booth et Smith (1986) sont les premiers à poser l'hypothèse de certification. Selon cette hypothèse, les banques introductrices de réputation élevée sont à même de certifier la qualité de

l'entreprise qu'elles amènent au marché. Booth et Smith (1986) montrent que la valeur actuelle nette de la réputation des banques est largement supérieure à un transfert de richesse ponctuel opéré au détriment des investisseurs qui résulterait de l'introduction en bourse d'une entreprise de basse qualité. En conséquence, les banques introductrices n'acceptent de louer leurs services qu'aux entreprises de bonne qualité qui ne risquent pas de ternir leur réputation. Carter et Manaster (1990) montrent dans une régression linéaire que leur mesure de la réputation des établissements introducteurs est liée négativement à l'asymétrie d'information. Pour chaque firme, ils calculent la rentabilité anormale entre le prix d'introduction et le cours de clôture du quinzième jour suivant. Pour chaque banque introductrice, ils calculent l'écart type de cette rentabilité anormale sur les entreprises dont elles organisent l'introduction. Leurs résultats montrent que cet écart type est associé négativement à leur mesure de la réputation. Autrement dit, pour les établissements ayant une valeur élevée de la variable réputation, l'évolution consécutive de la rentabilité anormale des entreprises introduites est moindre, suggérant que toute l'information pertinente est donnée au moment de l'introduction. Finalement, Carter, Dark et Singh (1998) montrent, sur un échantillon de 2 292 introductions de 1979 à 1991, que la sous-évaluation et la sous-performance des introductions en bourse est moindre pour celles qui ont bénéficié des services des banques les plus prestigieuses. En réduisant l'asymétrie d'information, la certification réduit le besoin de recourir à d'autres mécanismes de signalisation, ce qui devrait se traduire par une probabilité d'occurrence d'un engagement de conservation plus faible ainsi que par une durée également plus faible.

### 1.3.2. Hypothèse relative à la théorie de l'agence

Dans leur article, Espenlaub et *al.* (2001) reconnaissent que les engagements de conservation peuvent aussi servir à aligner les intérêts des managers avec ceux des actionnaires. Dans ce cas, ils entreraient dans la catégorie des mécanismes du gouvernement d'entreprise<sup>8</sup> et pourraient être utilisés pour prévenir une expropriation des nouveaux actionnaires minoritaires pendant la période de l'introduction en bourse où ils sont particulièrement vulnérables. Ils affirment par ailleurs que si les engagements de conservation sont considérés comme étant un mécanisme de gouvernement d'entreprise, alors leurs relations potentielles avec les autres mécanismes devraient être considérées. L'idée est donc soulevée sans être toutefois approfondie,

---

<sup>8</sup> Nous entendons par mécanisme de gouvernement d'entreprise tout mécanisme permettant d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Ces mécanismes se divisent en trois sous-catégories : les incitations financières telles que la détention d'action et les *stock-options*, les mécanismes de contrôle tels que le conseil d'administration et finalement les mécanismes externes liés à la discipline exercée par le marché financier et le marché du travail entre autres.

et le raisonnement qui nous permet d'envisager les engagements de conservation comme un instrument de réduction des coûts d'agence n'est pas expliqué. En nous appuyant sur la théorie positive de l'agence élaborée par Jensen et Meckling (1976) et sur des recherches plus récentes qui montrent d'une part, que les mécanismes de gouvernance sont interdépendants et d'autre part, que les entreprises candidates à une introduction en bourse ont le souci de compenser certaines faiblesses de leur système de gouvernement d'entreprise, nous essayerons de justifier la pertinence d'une analyse des engagements de conservation basée sur le conflit entre actionnaires dirigeants majoritaires et actionnaires minoritaires. Le principe est le suivant : les engagements de conservation peuvent être considérés comme des instruments de réduction des coûts d'agence, car ils imposent aux actionnaires un niveau minimal de participation dans le capital et donc un niveau minimal d'incitation à maximiser la valeur de la firme.

L'introduction en bourse d'une entreprise est très proche de la situation décrite par Jensen et Meckling (1976), où un propriétaire dirigeant cherche à financer la croissance de son entreprise en vendant une partie de ses actions à des investisseurs minoritaires. À partir du moment où le propriétaire dirigeant détient une part  $\alpha < 1$  du capital de son entreprise, il sera incité à augmenter ses prélèvements de bénéfices privés<sup>9</sup>, puisque pour chaque euro prélevé en consommation personnelle, sa richesse investie dans la firme ne sera réduite que de  $(1 - \alpha)$  euro. Les investisseurs supposés rationnels anticipent ce comportement opportuniste et répercutent le coût des bénéfices privés du propriétaire dirigeant sur la valeur de l'entreprise. La baisse de valeur qui en résulte correspond à ce que Jensen et Meckling nomment les coûts d'agence. Pour éviter cette situation, le propriétaire dirigeant peut mettre en place des mécanismes pour réduire ces coûts. Le maintien d'un niveau de participation élevé dans l'entreprise est une possibilité, car plus celui-ci est important, plus le propriétaire dirigeant internalise les coûts d'agence. Ainsi, selon la thèse de Jensen et Meckling, la valeur de la firme croît avec le niveau de détention d'actions par le dirigeant<sup>10</sup>. Dans ce cadre, un engagement de conservation de la part du propriétaire dirigeant ne fait qu'ajouter de la crédibilité à son engagement de maintenir les coûts d'agence à un certain niveau. À part le niveau de détention de capital, il existe d'autres mécanismes du gouvernement

---

<sup>9</sup> Les bénéfices privés se définissent comme tout avantage en nature ou pécuniaire dont seul le dirigeant peut profiter en raison de sa position privilégiée au sein de l'entreprise.

<sup>10</sup> Depuis cet article fondateur, les chercheurs ont étudié abondamment le lien entre la structure de propriété et la valeur de la firme avec plus ou moins de succès. Certains, tels Demsetz et Lehn (1985), affirment que la structure de propriété est endogène : elle est le résultat des forces qui s'exercent sur l'entreprise et des caractéristiques de cette dernière. Selon cet argument, la structure de propriété s'ajustera toujours de manière à maximiser la valeur de la firme. Demsetz et Lehn (1985), Cho (1998) et Demsetz et Villalonga (2001) apportent des preuves empiriques soutenant cette affirmation. Morck, Shleifer et Vishny (1988), McConnell et Servaes (1990) et Hermalin et Weisbach (1991) trouvent quant à eux une relation significative entre la structure de propriété et la valeur de la firme.

d'entreprise pour réduire les coûts d'agence. Selon l'état de ces mécanismes au moment de l'introduction en bourse, les engagements de conservation sont plus ou moins susceptibles d'être utilisés. En effet, pour un même niveau de détention de capital par le propriétaire dirigeant, le niveau global des coûts d'agence peut être différent selon par exemple la qualité du conseil d'administration ou la présence de détenteurs de blocs, pour ne citer que ces derniers. Cet argument repose d'une part sur les recherches de Rediker et Seth (1995) et Agrawal et Knoeber (1996), qui montrent que les divers mécanismes de gestion de la relation d'agence sont susceptibles d'être complémentaires ou substituables, et d'autre part sur l'article de Filatotchev et Bishop (2002), qui expliquent que lors de l'introduction en bourse, les dirigeants cherchent à compenser certaines faiblesses de leur système de gouvernement d'entreprise. Selon Filatotchev et Bishop (2002), ces faiblesses ne sont pas volontaires et sont le résultat du processus d'évolution important que sont susceptibles d'expérimenter les entreprises arrivées au stade de l'introduction en bourse. L'argument est donc que les actionnaires de référence des firmes introduites en bourse prendront des engagements de conservation d'actions d'autant plus contraignants que la qualité de leur système de gouvernement d'entreprise est faible.

Finalement, il est important de mentionner l'argument de Brau et *al.* (2005), qui réfutent explicitement la possibilité que les engagements de conservation soient un mécanisme permettant de réduire les coûts d'agence. Selon eux, ces engagements sont d'une durée insuffisante pour permettre de compenser de manière convaincante une quelconque insuffisance du système de gouvernance. Il est vrai que les études américaines reportent qu'une majorité d'engagements de conservation ont une durée de six mois, ce qui effectivement peut sembler court. Néanmoins, nous pouvons émettre deux objections à cet argument. Tout d'abord, d'après nos données, il y a beaucoup d'engagements de conservation d'un an et plus ; ensuite, nous pensons qu'il est possible, même en six mois, de changer la physionomie du conseil d'administration en engageant par exemple un ou deux administrateurs externes ou en favorisant l'entrée dans le capital d'investisseurs importants susceptibles d'exercer des fonctions de contrôle. Il nous semble donc que la réfutation de cette hypothèse ne peut faire l'économie d'un test empirique, ce qui constitue selon nous un des principaux apports de notre étude. Notre hypothèse générale est donc la suivante :

*H2. Les engagements de conservation sont d'autant plus longs que la qualité du système de gouvernement d'entreprise est faible.*

Cette hypothèse est déclinée selon les divers facteurs reconnus dans la littérature comme influençant la qualité du système de gouvernement d'entreprise : le niveau de divergence entre le



degré de contrôle et les droits aux flux de l'actionnaire principal ; la présence d'un second actionnaire de référence ; la composition et la taille du conseil d'administration ; les coûts d'agence liés au risque de surinvestissement dû à des *free cash-flows* excessifs au regard des opportunités d'investissement.

#### 1.3.2.2. *La divergence entre le degré de contrôle et les droits aux flux*

Le premier facteur que nous avons identifié comme ayant une influence importante sur la qualité du gouvernement d'entreprise est la divergence entre le degré de contrôle et la part des actions détenue par l'actionnaire de référence. Bebchuk (1999) et Bebchuk, Kraakman et Triantis (2000) montrent comment la divergence entre la règle « une action - un droit de vote » est dommageable pour les actionnaires minoritaires. Bebchuk (1999) explique que la présence de bénéficiaires privés liés au contrôle incite les propriétaires dirigeants à conserver, lors d'une introduction en bourse, le contrôle de l'entreprise tout en réduisant la richesse investie dans celle-ci. Bebchuk et al. (2000) montrent que la séparation entre la propriété et le contrôle peut se faire grâce à la création de droits de vote double ou encore en organisant des pyramides de contrôle dans lesquelles l'actionnaire retient le niveau minimal d'actions pour s'assurer le contrôle. De plus, ils indiquent que ce genre de structure a tendance à croître au-delà de la taille optimale et à retenir des *free cash-flows* excessifs, générant ainsi des coûts d'agence potentiellement très importants.

L'intuition sous-jacente est que lorsqu'un actionnaire détient le contrôle d'une entreprise, plus sa participation dans le capital baisse, plus il est incité à augmenter ses prélèvements sur l'entreprise, puisqu'il en subit d'autant moins les conséquences. La limite de ce comportement réside dans la perte de pouvoir liée à la réduction du nombre d'actions détenues par le dirigeant. On comprend bien que dans le cas où le dirigeant parvient à réduire sa participation dans le capital tout en maintenant un contrôle élevé ou même total sur l'entreprise, alors l'incitation à augmenter sa consommation personnelle est plus forte.

Empiriquement, Claessens, Djankov, Fan et Lang (2002) montrent que la séparation du contrôle et de la participation dans les entreprises d'Asie de l'Est a une conséquence négative sur la valeur de la firme mesurée par le Q de Tobin. Sur un échantillon d'introductions en bourse sur le marché français très similaire au nôtre, Roosenboom et Schramade (2006) indiquent que l'excès de contrôle sur la détention d'actions des dirigeants actionnaires a un impact négatif sur le *book-to-market* utilisé comme proxy de la valeur de la firme. Dans ce contexte, il peut être crucial d'imposer un engagement de conservation à un actionnaire détenant une part du contrôle largement supérieure à son investissement pécuniaire dans l'entreprise. Cela devrait se traduire

par une relation positive entre l'excès de contrôle sur la participation au capital d'une part, et la probabilité d'observer un engagement de conservation et sa durée d'autre part.

#### *1.3.2.3. La présence d'un second actionnaire de référence*

Gomes et Novaes (2005) démontrent que le partage du contrôle entre actionnaires importants améliore la qualité du gouvernement d'entreprise dans les pays où la protection des actionnaires minoritaires est faible et dans les entreprises où les projets d'investissement sont difficiles à évaluer pour les actionnaires externes à la firme. Bloch et Hege (2001) précisent que la compétition pour le contrôle entre plusieurs actionnaires est bénéfique pour les actionnaires minoritaires. Edwards et Weichenrieder (2004) montrent, sur un échantillon de 97 entreprises allemandes, que la part du contrôle exercé par le second actionnaire a une influence positive sur la valeur de la firme. Néanmoins, d'après les résultats de Zaabar (2005) obtenus sur un échantillon de 980 entreprises européennes, ce n'est pas la contestabilité du contrôle mais l'hétérogénéité de type entre le premier actionnaire et le second actionnaire qui influence favorablement la valeur de la firme. Nous devrions donc observer une fréquence d'engagements de conservation et une durée moyenne plus importante dans les entreprises où le second actionnaire n'est pas en mesure de contester le pouvoir du premier actionnaire.

#### *1.3.2.4. La présence d'administrateurs indépendants*

Dans la théorie de Fama (1980) et Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration apparaît comme un instrument privilégié de discipline des dirigeants. La théorie affirme que l'efficacité du conseil d'administration dans l'accomplissement de sa tâche dépend de la présence ou non d'administrateurs externes. Ces derniers, soucieux de préserver leur réputation sur le marché des administrateurs, seraient enclins à s'acquitter de leur tâche du mieux possible. Les différentes études empiriques confirment globalement le rôle positif des administrateurs externes. Par exemple, Hermalin et Weisbach (1988) montrent que les administrateurs externes sont plus susceptibles d'être engagés après une performance médiocre des firmes. Weisbach (1988) documente qu'une performance déficiente entraîne plus probablement la révocation des dirigeants lorsque le conseil d'administration est dominé par des administrateurs externes. Lin, Pope et Young (2003) réalisent une étude d'évènement lors de l'annonce de la nomination d'administrateurs externes. Selon cette étude, le marché réagit positivement à l'annonce de la nomination d'administrateurs externes lorsque les coûts d'agence sont importants. Wu (2004)

trouve que les entreprises désignées par CalPERS<sup>11</sup> comme ayant un système de gouvernance médiocre réduisent leur proportion d'administrateurs internes dans le but de sauver leur réputation ternie par cette nomination. En France, Charreaux (1991) précise que le pourcentage d'administrateurs externes influence significativement le ratio de Marris<sup>12</sup> (négativement), la mesure de Sharpe et le taux de rentabilité des capitaux propres (positivement) pour les sociétés contrôlées. Ce résultat vaut également pour les sociétés managériales dans le cas du taux de rentabilité des fonds propres. La présence d'administrateurs externes peut donc être un élément améliorant la qualité du système de gouvernance, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, devrait réduire la nécessité d'imposer des engagements de conservation et/ou leur durée.

#### 1.3.2.5. *La taille du conseil d'administration*

La taille du conseil d'administration est aussi un élément déterminant de son efficacité. Selon Jensen (1993), un conseil d'administration de taille trop importante peut avoir du mal à exercer convenablement son rôle de contrôle. Yermack (1996) montre, sur un échantillon de 452 grandes entreprises américaines sur la période 1984-1991, que le Q de Tobin est associé négativement à la taille du conseil d'administration. Eisenberg, Sundgren et Wells (1998) confirment ce résultat sur un échantillon de 879 petites et moyennes firmes finlandaises sur la période 1992-1994. Ainsi, la taille du conseil d'administration devrait avoir une influence positive sur la probabilité de mise en place d'un engagement de conservation et sur sa durée.

#### 1.3.2.6. *Le risque de surinvestissement lié au free cash-flow*

D'après Jensen (1986), les entreprises dont le *free cash-flow* est important sont susceptibles de générer des coûts d'agence substantiels. En effet, les dirigeants peuvent entreprendre des investissements destructeurs de richesse. En faisant croître la firme au-delà de sa taille optimale, les dirigeants tentent d'augmenter d'une part leur rémunération, et d'autre part les ressources qu'ils contrôlent pour accroître leur pouvoir. En France, Calvi-Reveyron (1999) montre, sur un échantillon de 449 firmes françaises sur la période 1989-1995, que le marché réagit négativement à l'annonce d'une réduction du dividende seulement si l'entreprise est exposée au risque de surinvestissement. Nous devrions donc observer, dans les entreprises disposant d'un *free cash-flow*

---

<sup>11</sup> CalPERS est l'acronyme de *California Public Employees' Retirement System*. CalPERS est, comme son nom anglais l'indique, un fonds de pension pour les fonctionnaires de l'administration publique ; son influence sur la gouvernance des entreprises dans lesquelles il a investi a fait l'objet de plusieurs études.

<sup>12</sup> Capitalisation boursière / actif net comptable.

important, une plus grande présence d'engagements de conservation. Ces derniers devraient aussi être en moyenne plus longs.

#### *1.3.2.7. L'efficience organisationnelle*

Les variables précédemment citées sont susceptibles d'être déterminées simultanément. En effet, les recherches de Rediker et Seth (1995), Agrawal et Knoeber (1996) montrent que les divers mécanismes du gouvernement d'entreprise peuvent être complémentaires ou substituables. En fonction des contraintes qui s'exercent sur l'entreprise, il peut être optimal de développer davantage un mécanisme de gouvernement d'entreprise au détriment d'un autre ; inversement, il peut être optimal de développer en parallèle deux mécanismes ou plus. En substance, ces recherches insistent sur l'idée que le système de gouvernance d'une entreprise donnée aura une structure particulière et s'appuiera plus ou moins sur certains mécanismes de gouvernance en fonction de paramètres qui lui sont propres (l'activité ou le stade de développement de l'entreprise par exemple). En incluant les variables liées à la structure de propriété et à la structure du conseil d'administration dans une même régression linéaire des moindres carrés, nous supposons qu'elles sont exogènes. Ignorer l'endogénéité potentielle qui pourrait affecter la détermination du système de gouvernement d'entreprise peut biaiser nos résultats. Une solution consiste à estimer un système d'équation par les doubles moindres carrés, comme le font Agrawal et Knoeber (1996). Néanmoins, pour que cela soit possible, il est nécessaire de disposer de variables instrumentales suffisamment liées aux variables endogènes pour que l'estimation soit fiable. Une autre manière de procéder concerne l'utilisation non pas des divers mécanismes du gouvernement d'entreprise, mais plutôt d'une variable synthétique nous permettant d'appréhender l'efficience organisationnelle au sens de Fama et Jensen (1985), tel que le fait Charreaux (1991).

Afin de caractériser l'efficience organisationnelle, Fama et Jensen (1985) énoncent deux propositions essentielles :

- la séparation des fonctions de propriété (assomption du risque) et de décision induit des processus de décision où il y a séparation des fonctions de décision et de contrôle. En d'autres termes, si les dirigeants ne sont pas propriétaires, il faut qu'il y ait un organe indépendant chargé de contrôler les dirigeants ;
- la réunion des fonctions de décision et de contrôle entre les mains d'un nombre limité d'agents conduit à une concentration des titres de propriété chez ces mêmes agents. Il y a normalement séparation décision/contrôle dans les organisations ouvertes (forte diffusion des titres) et concentration dans les organisations fermées (faible diffusion). Le

type même de l'organisation ouverte est la société managériale où les dirigeants ne détiennent pas une part significative des titres.

En ce qui concerne la question de la relation entre performance et structure de propriété, la théorie proposée par Fama et Jensen (1985) rejoint la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz et Lehn (1985) et Cho (1998). Selon cette thèse, la structure de propriété est un ajustement endogène des diverses forces qui s'exercent sur la firme. Cet ajustement se fait de manière à maximiser la valeur de l'entreprise et par conséquent, cette dernière ne devrait pas être influencée par la structure de propriété. Néanmoins, la théorie de Fama et Jensen (1985) n'exclut pas l'existence transitoire de formes organisationnelles inadaptées (Charreaux [1991]). Ainsi, en adoptant la vision de Filatotchev et Bishop (2002) selon laquelle les entreprises cherchent à compenser les faiblesses de leur système de gouvernement d'entreprise lors de leur introduction en bourse, il est possible de considérer que les engagements de conservation sont un moyen de compenser un manque d'efficacité organisationnelle qui ne serait que transitoire. Il s'ensuit que la décision d'imposer ou non un engagement de conservation lors de l'introduction en bourse devrait être une question plus sensible pour les entreprises dont la forme organisationnelle est inadaptée au sens de la théorie de Fama et Jensen (1985). Deux types de structures inadaptées peuvent exister. D'abord, il peut y avoir concentration des actions dans les mains d'un actionnaire, alors qu'il y a une séparation entre les fonctions de décision et de contrôle. Nous ne pensons pas que la nécessité d'imposer un engagement de conservation soit pressante dans cette première forme de structure inadaptée, dans la mesure où le déséquilibre devrait se résorber dans le court terme puisque la concentration des actions implique généralement la concentration des droits de vote et donc la possibilité pour cet actionnaire de prendre le contrôle du conseil d'administration. Une autre possibilité est que l'entreprise s'ajuste vers la forme organisationnelle où il y a une forte diffusion des titres de propriété et une séparation des fonctions de décision et de contrôle. Dans ce cas, l'ajustement implique que l'actionnaire va vendre ses titres ; il n'est évidemment pas question alors de lui imposer un engagement de conservation. Ensuite, il se peut qu'il n'y ait pas de concentration du capital, alors que les fonctions de décision et de contrôle ne sont pas séparées. La nécessité d'imposer un engagement de conservation devrait se faire sentir de manière plus prononcée dans ce cas, d'autant plus qu'une telle forme organisationnelle a des chances de résulter d'une volonté des dirigeants actionnaires de limiter la contrepartie négative de leur consommation privée sur leur richesse personnelle. Tel devrait être le cas des entreprises dans lesquelles les dirigeants dominent le conseil d'administration tout en ne disposant que d'une faible fraction des actions de l'entreprise.

### 1.3.3. Variables liées à la fois à la théorie de l'agence et à la théorie du signal

Alors que les variables présentées plus haut se rattachent assez naturellement à la théorie de l'agence ou à la théorie du signal, celles que nous présentons ici peuvent appartenir à l'un ou l'autre de ces cadres d'analyse.

#### 1.3.3.1. La présence d'entreprises de capital-risque

La première de ces variables ambiguës concerne la présence d'entreprises de capital-risque dans l'actionnariat de la firme désirant s'introduire en bourse. Traditionnellement, les entreprises de capital-risque peuvent, au même titre que les banques, exercer une fonction de certification. Megginson et Weiss (1991) sont à notre connaissance les premiers auteurs à étendre l'hypothèse de certification aux entreprises de capital-risque. Ils confirment cette hypothèse en comparant la sous-évaluation initiale d'un échantillon de 320 firmes financées par capital-risque et un groupe de contrôle de 320 firmes non financées par capital-risque sur la période 1983-1987. L'échantillon financé par capital-risque présente une sous-évaluation moyenne de 7,1% contre 11,9% pour le groupe de contrôle ; la différence est statistiquement significative au seuil de 5%. L'hypothèse de certification semble raisonnable, mais elle tient au rôle très actif des entreprises de capital-risque dans les entreprises qu'elles financent. Kaplan et Stromberg (2001), Gompers (1995), Beatty et Zajac (1994), et Rosenstein, Bruno, Bygrave et Taylor (1993) soulignent le rôle actif des investisseurs en capital et leur aptitude à limiter les coûts d'agence. Bien entendu, il s'agit de deux explications qui ne sont en aucune façon exclusives et le sens de l'hypothèse est le même quel que soit le point de vue sous lequel nous nous plaçons<sup>13</sup>. Puisque la présence d'entreprises de capital-risque réduit l'asymétrie d'information et/ou le comportement opportuniste des dirigeants, nous devrions observer une plus faible fréquence d'engagements de conservation ainsi qu'une durée moyenne plus faible chez les entreprises bénéficiant des services de ce type d'investisseur.

#### 1.3.3.2. La sous-évaluation initiale

La sous-évaluation initiale mesurée par la rentabilité du cours de bourse du premier jour a été largement documentée dans la littérature financière. Ce phénomène est surprenant dans la mesure où, sous l'hypothèse d'efficacité des marchés, il implique que les entreprises auraient pu lever des capitaux plus importants. Certains chercheurs, tels Allen et Faulhaber (1989), Grinblatt

---

<sup>13</sup> Concernant le point de vue de l'agence, le sens est le même sous réserve que les différents mécanismes susceptibles de réduire les coûts d'agence soient substituables. Si au contraire ils sont complémentaires, alors la présence d'entreprises de capital-risque devrait être liée positivement à la longueur des engagements de conservation.

et Hwang (1989), Welch (1989), et Chemmanur (1993), ont avancé l'hypothèse que la sous-évaluation initiale pouvait être un signal de la qualité de la firme. Les entreprises de qualité élevée peuvent se signaler dans un contexte d'asymétrie d'information en sous-évaluant les actions vendues. Leur qualité leur permettra de récupérer le coût de la sous-évaluation lors d'une émission d'actions ultérieure, une fois que le marché aura pris connaissance de leur vraie valeur. Les entreprises de mauvaise qualité ne pourront pas émettre de signal erroné, car elles ne pourront pas récupérer ce coût. Effectivement, entre l'introduction en bourse et l'émission de capital ultérieure, le marché aura pris connaissance de leur vraie valeur et refusera de souscrire. Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2001) valident partiellement cette hypothèse pour le marché français. Concernant les engagements de conservation, Brav et Gompers (2003) affirment que la sous-évaluation initiale et l'utilisation d'engagements de conservation sont substituables. Ainsi, si la sous-évaluation initiale est bien un signal, alors les entreprises préférant utiliser des engagements de conservation devraient sous-évaluer dans une moindre mesure, toutes choses égales par ailleurs.

Une autre explication est proposée par Booth et Chua (1996), qui montrent théoriquement et empiriquement que la sous-évaluation initiale peut servir à obtenir un actionnariat dispersé. Les entreprises chercheraient à obtenir un flottant (part du capital dans le public) dispersé de manière à augmenter la liquidité de leurs actions. L'obtention d'un flottant très diffus dans le public pour assurer la liquidité du marché requiert une production d'information supplémentaire dont le coût sera assumé par la firme sous la forme d'une sous-évaluation initiale supplémentaire. Dans le même temps, une liquidité plus importante entraîne une économie de coût pour les investisseurs, ce qui augmente la valeur de la firme. La sous-évaluation d'équilibre lors de l'introduction en bourse est atteinte lorsque le coût marginal de la production d'information – et donc de la dispersion – est égal au gain marginal lié à la liquidité. Brennan et Franks (1997) vont montrer empiriquement, sur un échantillon de 69 entreprises introduites entre 1986 et 1989 sur le *London Stock Exchange*, que la sous-évaluation a été un moyen d'obtenir un flottant diffus, non pas pour augmenter la liquidité, mais pour éviter l'entrée de détenteurs de bloc dans l'actionnariat, avec le contrôle du management qui en résulte. Les auteurs signalent aussi que dans les années suivant l'introduction en bourse, les propriétaires initiaux mettent en place des mécanismes destinés à réduire leur participation au capital, tout en préservant leur contrôle de l'entreprise, ce qui, comme nous l'avons vu, engendre une augmentation importante des coûts d'agence. Le but ultime de la sous-évaluation est donc pour Brennan et Franks (1997) la protection du contrôle et des bénéfices privés. Les deux arguments développés par Booth et Chua (1996) et Brennan et Franks (1997) ne sont pas mutuellement exclusifs ; donc, une entreprise sous-évaluant davantage

dans le but d'augmenter la liquidité du marché pourrait prendre un engagement de conservation d'actions qui, de par son effet incitatif, signalerait que le but de la manœuvre n'est pas de conserver le contrôle pour profiter de bénéfices privés. Cette explication entraîne une relation positive entre la sous-évaluation et la longueur des engagements de conservation. Seuls nos résultats empiriques nous permettront de départager les deux hypothèses de relation entre la sous-évaluation et les engagements de conservation.

#### **1.3.4. Hypothèse liée au choix du marché d'introduction**

Certaines entreprises dont les caractéristiques les prédestinaient à une introduction sur le nouveau marché (domaine d'activité lié aux hautes technologies et/ou à Internet, entreprises jeunes en phase de développement par exemple) ont pu désirer s'introduire sur le second marché. En effet, celui-ci peut apparaître moins risqué aux yeux des investisseurs en raison des contraintes d'information et des garanties plus importantes par rapport à celles du nouveau marché. À ce titre, le choix du second marché pourrait donc réduire le coût de l'introduction en bourse. Cet argument est conforté par le fait que la sous-évaluation initiale est plus importante sur le nouveau marché que sur le second. La sous-évaluation initiale pouvant être considérée comme un des coûts non explicites de l'introduction en bourse, il est donc possible que ces entreprises présentant un engagement de conservation aient préféré une introduction sur le second marché pour entre autres réduire cette composante du coût de leur financement.

En termes d'image et de notoriété, le second marché peut aussi paraître plus prestigieux et plus crédible. Ainsi, pour bénéficier de ces avantages, certaines entreprises ont pu insister pour réaliser leur introduction en bourse sur le second marché. Il est donc plausible que cette requête ait été acceptée sous la condition que les actionnaires s'engagent à conserver leurs actions, comme ils auraient dû le faire sur le nouveau marché. L'hypothèse correspondante sera :

*H3. Les entreprises du second marché pour lesquelles il existe des engagements de conservation ont des caractéristiques qui les prédestinaient à une introduction sur le nouveau marché.*

#### **1.3.5. Variables de contrôle**

##### *1.3.5.1. La taille de l'entreprise*

Une variable dont il est essentiel de contrôler l'effet concerne la taille de l'entreprise. En effet, elle peut potentiellement influencer certaines variables de notre analyse. Par exemple, Bhushan (1989) montre que le nombre d'analystes suivant une entreprise est positivement



influencé par sa taille, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, les firmes les plus importantes attirent plus l'attention du marché, ce qui réduit l'asymétrie d'information et entraîne un coût de production d'information plus faible pour les analystes. Ensuite, les entreprises de grande taille génèrent plus de transactions, ce qui les rend plus intéressantes pour les analystes. Au total, il semblerait que la rentabilité de la production d'information par les analystes soit une fonction croissante de la taille de l'entreprise. Brennan et Hughes (1991) confirment la présence de ce lien aux États-Unis, de même que Amans-Labégorre (2003) sur un échantillon d'introductions en bourse intervenues sur la période 1994-2000 sur le marché français. Les mesures relatives à la structure de l'actionnariat sont aussi susceptibles de dépendre de la taille de l'entreprise, comme le remarquent Demsetz et Lehn (1985). La concentration du capital devrait être d'autant plus réduite que la taille est importante. Finalement, la taille et la structure du conseil d'administration seront aussi influencées par la taille de l'entreprise. Raheja (2005) explique que la taille et la structure du conseil d'administration vont varier avec la maturité de la firme. Selon cet auteur, la quantité d'informations disponibles sur l'entreprise et le coût de vérification de ses projets d'investissement devraient diminuer au fur et à mesure que la firme arrive à maturité, ce qui entraînerait une augmentation du nombre optimal d'administrateurs externes. À partir d'un modèle structurel appliqué à un échantillon de 563 entreprises françaises sur la période 1988-1994, Godard (1997) montre que la structure du conseil d'administration s'adapte à la stratégie suivie par l'entreprise. En particulier, la stratégie de diversification augmente la proportion optimale d'administrateurs externes au conseil d'administration. Une stratégie de diversification se traduisant généralement par une augmentation de la taille de la firme, il est possible d'observer une relation positive entre la taille de la firme et le nombre d'administrateurs externes. De même, plus la taille et la diversification augmentent, plus la complexité augmente, ce qui devrait entraîner l'agrandissement du conseil d'administration. La liste des interactions possibles que nous venons de citer n'est évidemment pas exhaustive et la taille est susceptible d'influencer bien d'autres variables.

#### *1.3.5.2. Le risque spécifique de l'entreprise*

Nous avons aussi inclus une mesure du risque spécifique de l'entreprise, conformément aux modèles de Courteau (1995) et Brau et *al.* (2005). En effet, pour un même niveau d'asymétrie d'information, il est démontré que les entreprises dont le risque spécifique est plus élevé pourront se signaler avec un engagement de conservation moins long. L'intuition est que pour un même engagement de conservation, le coût du signal est croissant avec le risque spécifique de la firme.

Toutes choses égales par ailleurs, nous devrions observer une relation négative entre le risque spécifique et la longueur des engagements de conservation.

#### 1.3.5.3. *La période de l'introduction en bourse*

Certaines recherches montrent l'existence de cycles à la fois dans le niveau de sous-évaluation initiale et dans le nombre d'introductions en bourse (Ibbotson et Jaffe [1975], Ritter [1984] parmi d'autres). Il semblerait que les périodes où la sous-évaluation initiale est particulièrement importante soient suivies par une forte augmentation du nombre d'introductions en bourse, qui sera suivie à son tour par une période de faible sous-évaluation initiale. Autrement dit, un cycle de forte sous-évaluation initiale déclencherait un cycle de forte concentration du nombre d'introductions en bourse qui à son tour engendrerait un cycle de faible sous-évaluation initiale (Lowry et Schwert [2002]). On trouve deux explications différentes de ce phénomène dans la littérature. D'une part, les entreprises chercheraient à profiter d'une période où le marché surévalue les actions<sup>14</sup> ; et d'autre part, il y aurait des cycles où l'information disponible sur certains secteurs serait plus abondante et permettrait une introduction à un moindre coût. Il semble donc important d'intégrer dans l'analyse une mesure de l'intensité des introductions. L'influence de cette variable ne peut être déterminée de manière certaine. En effet, si les périodes d'introductions intenses sont dues à une surévaluation temporaire, le risque de sélection adverse pour l'investisseur est plus fort dans ces périodes et en conséquence, des engagements de conservation plus longs seraient nécessaires pour le convaincre de souscrire. Par contre, si les périodes d'introductions intenses sont dues à un cycle où l'information est abondante, alors l'asymétrie d'information devrait s'en trouver réduite, entraînant des engagements de conservation moins longs toutes choses égales par ailleurs.

#### 1.3.5.4. *Le secteur d'activité de l'entreprise*

Il est aussi important de tenir compte du secteur d'activité de l'entreprise introduite en bourse. En effet, certains secteurs sont caractérisés par une asymétrie d'information en moyenne plus importante. À ce titre, les entreprises des secteurs liés à la haute technologie sont susceptibles de présenter une asymétrie d'information plus importante. Espenlaub et *al.* (2001),

---

<sup>14</sup> Il ne faut pas se laisser tromper par le terme *sous-évaluation initiale* qui peut prêter à confusion. En effet, il est au premier abord surprenant de dire qu'après des périodes de forte sous-évaluation initiale, on observe un nombre important d'introductions car les entreprises veulent profiter d'une surévaluation par le marché. La sous-évaluation initiale n'est autre que la rentabilité du cours de l'action sur le premier jour de cotation et si cette dernière est très forte, cela peut s'interpréter comme un excès de valorisation par le marché et pas forcément comme une sous-évaluation délibérée qui serait le fait des banques introductrices.

Brau et *al.* (2005) incluent une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient au secteur de la haute technologie.

#### *1.3.5.5. Le niveau d'endettement de la firme*

L'endettement est aussi susceptible d'avoir un effet sur les engagements de conservation si ces derniers s'avèrent être utilisés comme substitut ou complément à d'autres mécanismes de gouvernance. Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986) montrent que le niveau de la dette est un mécanisme de gouvernement d'entreprise permettant de limiter le comportement opportuniste des dirigeants. Ces derniers doivent réfréner leurs prélèvements privés pour honorer le service de la dette, sous peine de voir leur entreprise mise en faillite. Dans la perspective d'une analyse des engagements de conservation sous l'angle du gouvernement d'entreprise, la prise en compte de l'endettement s'impose. Plus l'endettement est élevé, moins les dirigeants peuvent favoriser leurs intérêts au détriment des investisseurs, ce qui devrait donc diminuer la nécessité de mettre en place un engagement de conservation. La dette a aussi été envisagée comme un signal de la valeur de l'entreprise par Ross (1977). En augmentant le niveau de la dette, les dirigeants informent le marché que l'entreprise disposera de liquidités suffisantes dans le futur pour payer les charges financières. Si les engagements de conservation sont un signal de la valeur de l'entreprise, alors, là aussi, un niveau de dette élevée devrait être associé à des engagements de conservation moins longs.

#### *1.3.5.6. Les options de croissance*

Finalement, il nous a semblé nécessaire d'inclure dans l'analyse une mesure des options de croissance. Gaver et Gaver (1993), Skinner (1993), Smith et Watts (1992) affirment que les options de croissance sont difficiles à observer à cause de l'incertitude liée aux actions des dirigeants qui affectent leur valeur. Ainsi, les options de croissance augmentent l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs. Hossain, Ahmed et Godfrey (2005) confirment le lien entre options de croissance et asymétrie d'information sur un échantillon de 245 firmes étudiées sur la période 1991-1995 en Nouvelle-Zélande. Ils montrent que la divulgation d'informations par les dirigeants est croissante avec le niveau d'asymétrie d'information. Ces mêmes auteurs affirment que les options de croissance facilitent le comportement opportuniste des dirigeants, car elles dépendent de leurs choix largement discrétionnaires en matière d'investissement. Hutchinson et Gul (2004) montrent que les mécanismes classiques de gouvernance affectent positivement la valeur de l'entreprise lorsque les options de croissance sont importantes. Ainsi, du point de vue de la théorie de l'agence comme de celui de la théorie du

signal, les options de croissance sont susceptibles d'avoir une influence sur les engagements de conservation. Si l'asymétrie d'information est positivement liée aux opportunités de croissance, alors il devrait en être de même pour les engagements de conservation dans une optique de signalisation. Ainsi, dans une perspective de gouvernance, nous devrions observer une association positive entre les engagements de conservation et la présence d'options de croissance.

## **1.4. PRÉSENTATION DES VARIABLES ET DE L'ÉCHANTILLON**

### **1.4.1. Les variables de l'étude**

La plupart des variables ont été collectées manuellement dans les prospectus d'introduction en bourse. Les données boursières proviennent de la base de données BDM commercialisée par EURONEXT. Nous détaillons ci-dessous le processus de collecte de chaque variable et nous en précisons l'origine. Les informations présentées ci-dessous sont résumées dans le tableau 3 qui pour chaque variable, donne son nom, l'hypothèse à laquelle elle se rattache, le signe de la relation attendue et finalement, son mode de calcul.

#### *1.4.1.1. Les engagements de conservation*

Le but de notre étude est de déterminer les facteurs influençant la présence et la durée des engagements de conservation sur le second et le nouveau marché. La collecte de cette variable a été effectuée à partir des prospectus d'introduction en bourse. Sur le nouveau marché, il existe une rubrique spécifique concernant les engagements de conservation dans la partie « Renseignements généraux sur le capital ». Sur le second marché, la tâche est plus ardue, dans la mesure où il n'existe aucune règle en la matière.

La définition de cette variable a posé néanmoins certains problèmes du fait de l'origine multiple des engagements de conservation, surtout sur le second marché. En effet, l'AMF peut décider d'imposer un engagement de conservation à tout actionnaire entré dans le capital moins d'un an avant la date d'introduction et à des conditions jugées trop favorables par l'autorité de marché (cf. Section 1.1.). Cela entraîne pour nous certaines difficultés, car les engagements de conservation auxquels nous nous intéressons sont pour la plupart imposés par la banque introductrice ; ils sont donc susceptibles de révéler aux investisseurs une partie de l'information qu'elle possède. Or, les engagements de conservation imposés par l'AMF correspondent seulement à une volonté de préserver l'équité entre les actionnaires. Ainsi, le facteur déclenchant de ce type d'engagement de conservation est l'entrée dans le capital d'un actionnaire moins d'un

an avant l'introduction. Cela génère un bruit statistique dans notre analyse quantitative, lequel peut avoir des conséquences très importantes sur nos résultats. Prenons un exemple sur le second marché : nous pouvons avoir deux entreprises avec chacune des engagements de conservation de même durée ; mais pour l'une, disons l'entreprise A, il aura été imposé par l'établissement introducteur qui cherchera à transmettre par exemple un signal positif sur la valeur de la firme parce que celle-ci peut apparaître particulièrement difficile à valoriser pour les investisseurs ; quant à l'autre, l'entreprise B, il aura été imposé par l'AMF tout simplement parce qu'un actionnaire est entré dans le capital six mois avant la date d'introduction. Admettons que les engagements de conservation soient effectivement un signal de la valeur de la firme en présence d'une asymétrie d'information élevée. Les tests statistiques ont alors de fortes chances d'être biaisés en faveur de l'hypothèse nulle d'absence de relation entre l'asymétrie d'information et la durée des engagements de conservation. Effectivement, dans le même groupe, nous aurons deux entreprises avec un même engagement de conservation mais pour des motivations totalement différentes et vraisemblablement des niveaux d'asymétrie d'information différents, puisque l'entreprise B n'aurait pas présenté d'engagement de conservation si elle n'avait pas laissé entrer dans le capital un actionnaire peu de temps avant l'introduction en bourse.

Malheureusement, l'identification des engagements de conservation imposés par l'AMF a été difficile à réaliser. Dans certains cas, le prospectus précisait si un engagement de conservation avait été imposé par l'AMF parce que l'actionnaire était entré récemment dans le capital ; mais dans de nombreux cas, cette information n'était pas mentionnée. Nous avons essayé de retrouver ce type d'engagement de conservation en examinant le tableau présentant les modifications intervenues dans le capital sur les cinq dernières années précédant l'introduction en bourse, mais la plupart du temps, le détail des actionnaires entrés dans le capital n'était pas disponible. Nous n'avons donc pu éliminer que les engagements de conservation pour lesquels il n'existait aucun doute.

Sur les 24 entreprises restantes, nous avons trouvé des engagements relativement homogènes dans le sens où les actionnaires d'une même entreprise ont pris les mêmes engagements. Seulement deux entreprises présentent des engagements de longueurs différentes selon l'actionnaire concerné. Pour ces deux cas, nous avons retenu l'engagement de conservation de l'actionnaire détenant le plus d'actions dans l'entreprise.

Sur le nouveau marché, la définition des engagements de conservation a été effectuée beaucoup plus naturellement, puisque les dirigeants doivent obligatoirement choisir un engagement de conservation. Nous avons donc retenu l'engagement de conservation du dirigeant

et lorsque ce dernier n'était pas disponible car le dirigeant ne possédait pas ou très peu d'actions, nous avons retenu celui du premier actionnaire.

Le tableau 1.4 présente quelques statistiques descriptives sur les engagements de conservation retenus pour notre analyse. On remarque dans le panel A que les engagements de conservation portent sur plus de 50 % du capital social sur les deux marchés.

Le panel B présente les engagements de conservation sur le second marché par longueur. Pour chaque longueur, nous indiquons le pourcentage du capital social qui est concerné. On remarque une prépondérance des engagements de conservation de 180 et 360 jours. Néanmoins, trois d'entre elles se sont démarquées, dont une inclut un engagement de 450 jours.

Le panel C présente les engagements de conservation du nouveau marché sur l'échantillon total de 134 entreprises. Dans les tests multivariés exposés dans la section 5, nous avons été obligés de ne retenir que les entreprises introduites après le 11 décembre 1998, car avant cette date, les engagements de conservation étaient tous de 1 080 jours et portaient sur 80 % des actions des dirigeants, comme on peut le constater dans le panel C.

#### *1.4.1.2. Proxys de l'asymétrie d'information*

- **R&D** : c'est une variable dichotomique qui prendra la valeur 1 si l'entreprise a déclaré dans son prospectus avoir effectué des dépenses de recherche et développement. S'il n'est fait mention d'aucune dépense dans le prospectus, nous avons considéré qu'elles étaient nulles.
- **ÂGE** : cette variable mesure le nombre d'années séparant l'immatriculation au registre du commerce et la date de l'introduction en bourse. Dans certain cas, nous avons pris la date de création de l'entreprise lorsque la date d'immatriculation n'était pas fournie.
- **NBAF** : il s'agit du nombre d'analystes financiers ayant émis au moins une prévision de bénéfice par action sur l'entreprise. Les données proviennent de la base Analyst-by-Analyst fournie par IBES. Le but étant de mesurer le niveau d'asymétrie d'information au moment de l'introduction en bourse, nous nous sommes imposé deux contraintes lors de la collecte de cette variable. D'abord, les prévisions doivent être assez proches de la date d'introduction. Par conséquent, nous n'avons retenu que les prévisions émises pendant l'année consécutive à l'introduction. Ensuite, la prévision doit porter sur un exercice comptable le plus proche possible de l'introduction en bourse, tout en étant assez éloigné pour que l'incertitude soit telle que le contenu informatif de ladite prévision revête un intérêt. En effet, au fur et à mesure que le temps passe, le niveau d'asymétrie d'information est susceptible d'évoluer et de ne plus être identique à ce qu'il était au moment de l'introduction. Par contre, une prévision portant sur un exercice dont le terme est très proche de la date d'introduction présente peu d'intérêt, dans la mesure où des

comptes intermédiaires figurent souvent dans le prospectus d'introduction. Nous avons donc retenu les prévisions concernant le premier exercice comptable se terminant au moins six mois après l'introduction en bourse. Cette variable a pu être collectée pour 118 entreprises du second marché et 99 entreprises du nouveau marché, soit 217 entreprises au total. Finalement, notons que notre variable peut être entachée d'erreurs au niveau de sa mesure, car nous avons retenu le nombre total d'analystes financiers ayant émis une prévision sans tenir compte de leurs affiliations ou non à la banque introductrice. En effet, il semblerait que les analystes financiers affiliés à l'introducteur aient tendance à émettre des prévisions biaisées à la hausse (Michaely et Womack [1999], Bradley, Jordan et Ritter [2003], James et Karceski [2006]). Il est donc possible que le nombre d'analystes financiers apportant une information objective (pour autant que cela soit possible) soit surestimé et que notre mesure de l'asymétrie d'information soit biaisée.

- **RANGITM** : il s'agit du rang de la banque introductrice utilisé comme mesure de la réputation. Pour chaque banque introductrice, nous avons calculé la moyenne des capitaux levés par les entreprises qu'elles ont amenées au marché. Nous appelons cette variable la valeur moyenne d'introduction. Ensuite, nous avons attribué à chaque établissement un score correspondant à son quartile d'appartenance sur cette variable. Ainsi, une banque dont la valeur moyenne d'introduction se situe dans le quartile des valeurs les plus faibles obtient un score de 1. Inversement, une banque dont la valeur moyenne d'introduction se trouve dans le quartile des valeurs les plus fortes se voit affecter le score de 4. Nous supposons que RANGITM est une mesure croissante de la réputation des établissements introducteurs. Dans la collecte de cette variable, nous avons tenu compte des restructurations intensives intervenues dans le secteur bancaire sur notre période d'étude en posant trois hypothèses. D'abord, nous avons considéré que la fusion de deux établissements donnait naissance à une entité totalement nouvelle, pour laquelle nous avons calculé une valeur d'introduction moyenne qui lui était propre. Ensuite, lorsqu'un groupe A acquiert un établissement B, les introductions réalisées par ce dernier après la date d'acquisition sont comptabilisées dans la valeur moyenne d'introduction du groupe A. Autrement dit, la réputation d'un établissement acquis et celle de son acquéreur s'ajoutent après la date de l'opération. Finalement, nous avons raisonné au niveau des groupes bancaires et non des établissements. Des établissements portant des noms différents mais connus pour appartenir au même groupe bancaire ont été identifiés comme une seule et unique entité.

#### 1.4.1.3. Variables mesurant la qualité du système de gouvernance

Concernant notre seconde grande hypothèse relative à la théorie de l'agence, nous avons calculé une série de variables communément retenues dans la littérature pour mesurer l'efficacité ou l'inefficacité du gouvernement d'entreprise :

- **CCFDIV** : cette variable mesure la divergence entre le degré de contrôle et le pourcentage du capital détenu par un actionnaire. Plus précisément, il s'agit de la différence entre le degré de contrôle et le pourcentage du capital détenu rapporté au degré de contrôle. Pour mesurer le degré de contrôle exercé par un actionnaire, nous avons adopté un indice de pouvoir issu de la théorie des jeux : l'indice de Shapley-Shubik. Cet indice trouve son origine dans les travaux de Shapley (1953) et Shapley et Shubik (1954). Le principe de calcul de cet indice est le suivant : les individus votent chacun leur tour et dès qu'une majorité est atteinte (simple ou qualifiée selon le type de vote considéré), l'individu qui a voté en dernier est dit déterminant pour la coalition formée de lui-même et des individus ayant voté avant lui. Précisons que l'ordre de vote des participants est pris en compte, ce qui implique qu'il y a autant de coalitions qu'il y a de permutations. Pour chaque individu prenant part au vote, l'indice de Shapley-Shubik est le rapport du nombre de fois où cet individu est déterminant, rapporté au nombre total de coalitions possibles. Par définition, l'indice est compris entre 0 et 1 (l'appendice 1.1 présente de manière formelle l'indice ainsi qu'un exemple de calcul). L'indice de Shapley-Shubik présente l'avantage de donner pour chaque actionnaire une mesure de son pouvoir qui tient compte de ses droits de vote mais aussi de ceux des autres actionnaires. Considérons une entreprise détenue par trois actionnaires détenant respectivement 48 %, 42 % et 10 % des droits de vote. La seule considération des droits de vote laisse penser que le dernier actionnaire a un pouvoir de décision relativement faible alors qu'en fait, il détient une minorité de blocage. L'indice de Shapley-Shubik assignera à chacun des trois actionnaires 1/3 du contrôle. En effet, l'actionnaire détenant 10% exerce le même degré de contrôle que celui qui possède 48 %, puisqu'il peut former avec chacun des autres actionnaires une coalition gagnante (c'est-à-dire détenant plus de 50 % des droits de vote). L'autre avantage est que lorsqu'un actionnaire détient plus de 50 % des droits de vote, alors l'indice lui assigne 100 % du pouvoir, ce qui nous semble plus conforme à la réalité. En effet, à partir du moment où le seuil de 50 % est dépassé, peu importe le nombre de droits de vote. Lorsque le contrôle est exercé indirectement au travers de pyramides, la méthode généralement utilisée est celle dite « du lien le plus faible », proposée initialement par La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999). Le principe est de retenir, le long de chaque chaîne de contrôle, le pourcentage de droits de vote le plus faible en tenant compte d'un seuil de 10 % ou 20 % (l'appendice 1. B. illustre le principe du lien le plus faible). D'autres auteurs tels que Faccio et Lang (2002), Claessens, Djankov et Lang



(2000) utilisent le principe du lien le plus faible dans des versions plus ou moins modifiées. Selon Edwards et Weichenrieder (2004), la principale limite de cette mesure est son absence de fondement théorique qui entraîne l'obtention de résultats contraires à l'intuition. De plus, il n'est pas rare avec cette méthode d'identifier plus d'un actionnaire contrôlant à un seuil donné. Lorsque ce cas se présente, les auteurs précédemment cités assignent le contrôle à celui dont le pourcentage de droits de vote est le plus important. Il est clair que faire tout simplement abstraction des droits de vote des autres actionnaires peut biaiser largement la mesure. Finalement, le contrôle lié à une fraction des droits de vote est indépendant de la distribution des droits de vote des autres actionnaires. La Porta *et al.* (1999) reconnaissent que l'interaction entre les divers actionnaires est théoriquement importante pour mesurer la concentration de l'actionnariat. Cependant, ils s'abstiennent de mesurer une telle concentration et justifient ce choix en invoquant l'absence de modèle satisfaisant permettant de rendre compte de ces interactions. Edwards et Weichenrieder (2004) reconnaissent que les théories sous-jacentes aux indices de pouvoir tels que l'indice de Shapley-Shubik ne sont évidemment pas exemptes de critiques. Pour autant, le choix d'ignorer les interactions entre actionnaires est contestable, dans la mesure où même une prise en compte partielle semble toujours meilleure. Edwards et Weichenrieder (2004) proposent une méthode permettant de calculer le pouvoir de tous les actionnaires lorsque le contrôle est exercé au travers de pyramides. Elle consiste à calculer, à tous les niveaux de la chaîne de contrôle, l'indice de Shapley-Shubik de chaque actionnaire, puis de faire le produit des indices le long de la chaîne pour chaque actionnaire (un exemple de la méthode de calcul dans le cas des pyramides de contrôle est donné en appendice 1.2). Force est de constater qu'en dépit de son ancienneté, cet indice a été peu utilisé dans les recherches académiques en finance. Cette réticence tient peut être au fait qu'une multitude d'indices existent, donnant parfois des résultats assez différents et dans ce contexte, il peut être difficile de se décider pour l'un d'eux en particulier. Néanmoins, certains travaux récents utilisent l'indice de Shapley-Shubik ou son premier concurrent, l'indice de Banzhaf (1965) (Zingales [1994], Zwiebel [1995], Rydqvist [1986] pour l'indice de Shapley-Shubik et Roosenboom et Schramade [2006] pour l'indice de Banzhaf). Des publications récentes (Felsenthal et Machover, 1955 et 1998) analysent les propriétés des différents indices et concluent à une plus grande cohérence des indices de Shapley, Shapley-Shubik et Banzhaf. Un autre facteur ayant pu dissuader les chercheurs d'utiliser ces indices est la complexité des algorithmes à mettre en œuvre pour leur calcul. Aujourd'hui, certains chercheurs ont mis à disposition des algorithmes sur Internet qui permettent le calcul en ligne des indices même pour des situations où le nombre de votants est important (jusqu'à 100). Nous avons utilisé l'algorithme « *ssovean* » du professeur Denis Leech

disponible à l'adresse : <http://www.warwick.ac.uk/~ecaae/>. Le lecteur intéressé trouvera à cette adresse des liens vers d'autres algorithmes mis en ligne par d'autres chercheurs.

▪ **CONTSEC** : il s'agit d'une mesure de la structure de propriété tenant compte de la contestabilité du pouvoir par un second actionnaire de référence. Cette mesure est calculée à partir des indices de Shapley-Shubik du premier et du second actionnaire. Soit  $SS_1$  et  $SS_2$  les indices de Shapley-Shubik du premier et deuxième actionnaire respectivement, alors la variable se calcule comme suit :

$$\text{CONTSEC} = \frac{SS_1 - SS_2}{1 - SS_1 - SS_2}$$

Il s'agit d'une variante de la variable utilisée par Zaabar (2005). La différence tient au fait que nous utilisons les indices de Shapley-Shubik au lieu d'utiliser les droits de vote directs des actionnaires, comme le fait Zaabar (2005).

▪ **EXTCA** : cette variable mesure l'indépendance du conseil d'administration et correspond à la proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Notre définition d'un administrateur indépendant est basée sur celle du rapport Viénot. Pour être considéré comme indépendant, l'administrateur ne doit pas avoir été salarié ou avoir exercé une quelconque fonction de management depuis au moins trois ans ; il ne doit pas être un actionnaire important de la société ou d'une des sociétés du groupe ; il ne doit pas être lié de quelque manière que ce soit à un tel actionnaire ; et finalement, il ne doit pas être lié de quelque manière que ce soit à un partenaire significatif et habituel, commercial ou financier de la société ou de l'une des sociétés du groupe. Cette définition est nettement plus contraignante que celle qui est retenue dans les études anglo-saxonnes, où un administrateur est considéré comme indépendant à partir du moment où il ne fait pas partie du management de l'entreprise. Pour collecter cette variable, nous avons eu recours à plusieurs sources d'information. Tout d'abord, à partir du prospectus d'introduction, nous avons éliminé tous les administrateurs qui ne pouvaient pas être qualifiés d'indépendants (actionnaire important, membre de la famille du dirigeant ou membre du management essentiellement). À partir de là, si le prospectus ne nous permettait pas de classer certains administrateurs comme non indépendants, nous avons entrepris des recherches supplémentaires. Lorsque l'actionnariat de l'entreprise comptait des investisseurs financiers, nous avons vérifié si les administrateurs apparemment indépendants n'étaient pas liés à ces derniers. En effet, il n'a pas été rare de trouver, en plus du représentant officiel d'un investisseur financier, un ou deux autres administrateurs liés à ce même investisseur financier sans qu'il ne soit fait mention de ce lien dans la note d'information. La base de données VentureXpert éditée par Thomson Financial nous a permis dans de nombreux cas de mettre à jour ce lien en plus de recherches complémentaires sur

Internet. Finalement, pour les administrateurs ne pouvant être qualifiés de non indépendants à ce stade, nous avons vérifié qu'ils n'étaient pas actionnaires ou mandataires sociaux d'une des sociétés du groupe grâce à la base de données DAFSALIEN du Bureau Van Dijk. Si finalement, aucune de ces trois vérifications ne nous a permis de trouver un lien au sens du rapport Viénot entre l'entreprise et un administrateur, alors nous l'avons classé comme indépendant.

- **NBADMCA** : il s'agit d'une mesure de la taille du conseil d'administration. Il s'agit du nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration.
- **SURINV** : mesure le risque de surinvestissement lié à des *free cash-flow* après distribution de dividendes excessifs au regard des opportunités d'investissement de la firme. Le *free cash-flow* a été calculé à partir du tableau de flux de trésorerie du dernier exercice comptable avant l'introduction. Le calcul effectué est le suivant :

▪	+	Flux de trésorerie liés à l'exploitation (CAF – variation du BFR)
▪	-	Flux de trésorerie affectés à l'investissement (incorporel, corporel et financier)
▪	-	Dividendes distribués
▪ = <i>Free cash-flow</i> après distribution de dividendes		

Lorsque les entreprises ne présentaient pas de tableaux de flux de trésorerie dans leur prospectus, nous n'avons pas essayé d'estimer le *free cash-flow*. En effet, pour certaines entreprises, nous avons tenté de vérifier la concordance entre le tableau de flux de trésorerie et une estimation à partir des bilans et comptes de résultats consolidés. Dans la plupart des cas, nous avons obtenu des différences considérables souvent dues à des divergences dans l'estimation des variations du besoin en fonds de roulement. En conséquence, sur les 292 entreprises de notre échantillon, le *free cash-flow* est disponible pour 260 d'entre elles (140 firmes pour le second marché et 120 pour le nouveau marché). Concernant les 32 entreprises pour lesquelles la variable SURINV n'était pas disponible, nous avons remplacé les valeurs manquantes par la moyenne de l'échantillon. Nous avons décidé de prendre le *free cash-flow* après distribution de dividendes car cela nous semblait plus représentatif d'éventuels coûts d'agence. En effet, si l'entreprise dispose d'opportunités de croissance importantes, la constitution d'un *free cash-flow* après distribution de dividendes conséquents peut correspondre à la volonté de se doter de la trésorerie nécessaire pour ne pas perdre ces options réelles. Par contre, si les perspectives de croissance sont faibles, alors il existe peu de raisons pour justifier un *free cash-flow* après distribution de dividendes très importants puisque normalement, celui-ci aurait dû être reversé intégralement sous forme de dividendes aux actionnaires.

- **INEFORGA** : cette variable mesure l'inefficience organisationnelle. Cette variable est calculée en croisant le niveau de participation dans le capital du P-DG avec la part d'administrateurs qui lui sont liés dans le conseil d'administration<sup>15</sup>. Pour calculer cette variable, nous avons défini une variable dichotomique ACTIOPDGL prenant la valeur 1 lorsque le pourcentage d'actions détenues par le dirigeant est inférieur ou égal au premier tercile (déterminé à partir de notre échantillon total) et 0 dans le cas contraire. Le pourcentage d'administrateurs liés au P-DG est nommé PDGPADM. INEFORGA correspond au terme d'interaction entre PDGPADM et ACTIOPDGL.

#### 1.4.1.4. Variables liées à la fois aux théories de l'agence et du signal

- **SOUSEVA** : c'est une mesure de la sous-évaluation initiale calculée en prenant le pourcentage de variation entre le cours de clôture du dixième jour après l'introduction et le prix définitif d'introduction. Nous avons pris le dixième jour après l'introduction et non le premier comme il est d'usage dans les études américaines car selon Degeorge et Derrien (2001), sur le marché français, une période de dix jours est nécessaire pour que le cours de bourse se stabilise.
- **CAPRIS** : est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si une entreprise de capital-risque est présente dans l'actionnariat et détient au moins un siège au conseil d'administration et 0 dans le cas contraire. Les entreprises de capital-risque ont été identifiées grâce à l'annuaire du capital investissement de l'Association française des investisseurs en capital, à la base de données VentureXpert éditée par Thomson Financial et par des recherches sur Internet.

#### 1.4.1.5. Variables de contrôle

- **TAILLE** : cette variable correspond à la valeur net comptable des actifs de l'entreprise pour le dernier exercice comptable complet avant la date d'introduction en bourse. Nous avons fait abstraction des actifs fictifs tels que les charges à répartir, les frais d'établissement et les primes de remboursement d'obligation.
- **IDIORIS** : mesure le risque spécifique de la firme. Pour chaque entreprise de notre échantillon, nous avons effectué une régression des rentabilités quotidiennes de l'indice de marché sur les rentabilités quotidiennes de son cours de bourse sur une période de 60 jours après le 10<sup>e</sup> jour de cotation (pour écarter la période de stabilisation précédemment citée) de l'entreprise.

---

<sup>15</sup> Les administrateurs liés au P-DG correspondent pour la plupart aux membres de sa famille. Dans certains cas, nous avons repéré des participations croisées et l'administrateur dans la société dont le P-DG est administrateur a été classé comme étant lié à ce dernier.

IDIORIS correspond à l'écart type des résidus de cette régression pour chaque entreprise. L'indice de marché est un indice pondéré calculé sur l'ensemble des entreprises françaises présentes dans la base de données BDM commercialisée par Euronext. Pour le calcul de cet indice, nous avons utilisé la méthode préconisée par Hamon et Jacquillat (1991).

- **CLUST** : mesure, pour chaque firme de notre échantillon, le niveau de concentration des introductions en bourse sur le mois où l'entreprise réalise son entrée sur le marché. Pour chaque entreprise, nous effectuons le calcul suivant :

$$\text{CLUST} = \frac{\text{Nombre d'introductions sur les 9 mois autour du mois d'introduction}}{\text{Nombre total d'introductions sur la période du 09/1995 au 04/2001}}$$

Le calcul est réalisé tous marchés et tous secteurs d'activité confondus. Le nombre limité d'entreprises dans la plupart des secteurs d'activité (définis par la nomenclature SIC) nous a contraints à calculer cette mesure tous secteurs confondus.

- **TECH** : c'est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient au secteur des nouvelles technologies et 0 dans le cas contraire. Pour identifier les secteurs d'activité liés aux hautes technologies, nous avons utilisé, comme Roosenboom et Schramade (2006), les codes SIC suivants : 48, 283, 357, 365-367, 376, 382, 384, 737, 8731.

- **DETTEFI** : il s'agit du rapport entre le total de la dette financière et la valeur nette comptable des actifs figurant au bilan du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse.

- **BTM** : cette variable représente le rapport entre la valeur comptable des capitaux propres figurant au bilan du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse et la capitalisation boursière définie comme le produit du prix d'offre définitif et du nombre d'actions composant le capital social de l'entreprise après introduction.

#### 1.4.2. Présentation de l'échantillon

Le tableau 1.4 présente des statistiques descriptives sur l'échantillon utilisé dans cette étude. Les variables sont présentées selon trois dimensions : les variables liées à l'introduction, les variables financières et les variables liées à la gouvernance. Nous profitons de ce paragraphe pour faire une description relativement complète de l'échantillon. En effet, les différents tests effectués dans les chapitres qui suivent porteront sur ce même échantillon. Nous saisissons donc l'occasion pour le décrire de la manière la plus complète possible. Les statistiques descriptives spécifiques à chaque étude seront quant à elles présentées dans le chapitre qui leur correspond.

Notre échantillon est constitué de 292 entreprises introduites en bourse sur la période 1996-2000. Sur ces 292 entreprises, 158 ont été introduites sur le second marché et 134 sur le nouveau marché. Pour chacune des variables, nous avons effectué un test de différence de moyenne de Student entre les entreprises du nouveau marché et celle du second marché. Ce tableau met en évidence les différences fondamentales existant entre les entreprises introduites sur chacun des deux marchés.

#### *1.4.2.1. Variables liées à l'introduction en bourse*

Le panel A du tableau 1.4 présente un ensemble de variables liées à l'introduction en bourse. L'examen de ces statistiques illustre bien la différence fondamentale entre les entreprises introduites sur le nouveau marché d'une part, et sur le second marché d'autre part. Les premières sont jeunes et en phase de croissance ; elles ont donc besoin de beaucoup de capitaux. Elles offrent des perspectives de rentabilité importantes mais également un risque plus élevé. Les entreprises du second marché, généralement plus matures, ont moins de besoins de financement ; elles sont moins risquées, mais leurs perspectives de rentabilité sont moindres.

Les entreprises du second marché ont levé en moyenne, sur la période étudiée, 11,72 M€, contre 20,52 M€ pour celles du nouveau marché. Ainsi, ces dernières ont levé quasiment le double des capitaux levés par les entreprises du second marché, ce qui illustre bien leurs besoins de financement plus importants. La différence existant entre les capitalisations boursières des deux groupes confirme les perspectives de rentabilité plus forte des entreprises du nouveau marché en moyenne (capitalisation boursière moyenne de 59,77 M€ pour les entreprises du second marché contre 85,33 M€ pour les entreprises du nouveau marché). La contrepartie de ces perspectives de rentabilité importante est un risque en moyenne plus fort pour les entreprises du second marché, comme l'attestent les bêtas de Dimson (1979) et les risques spécifiques de chaque groupe de firmes. Il convient également de remarquer que la sous-évaluation initiale semble plus importante sur le nouveau marché, bien que la différence ne soit significative qu'au seuil de 10 %. Cela peut s'interpréter comme un coût supplémentaire imposé aux entreprises du nouveau marché pour compenser le risque accru pris par les investisseurs. Pour finir, nous voyons que les entreprises du nouveau marché sont beaucoup plus jeunes (sept ans en moyenne) que celles du second marché (17 ans en moyenne).

#### 1.4.2.2. Variables financières

Les entreprises du second marché réalisent un chiffre d'affaires en moyenne cinq fois plus important que celles du nouveau marché (82,79 M€ pour les premières contre 15,96 M€ pour les secondes), confirmant bien le degré de maturité plus avancé des premières.

Les entreprises du nouveau marché évoluent en général dans des secteurs liés aux hautes technologies, ce qui explique la part plus importante du CA représentée par les dépenses de recherche et développement des entreprises du nouveau marché.

Les entreprises du nouveau marché font en moyenne des pertes, comme l'attestent le taux de marge brute et le *free cash-flow* qui sont négatifs. Par contre, la médiane de ces deux variables est positive pour les entreprises du nouveau marché (11,23 % pour le taux de marge brute et 2,27 % pour la part du *free cash-flow* dans le total de l'actif). Cela laisse penser que pour les entreprises du nouveau marché, la moyenne de ces deux variables est influencée par des valeurs extrêmes. Les écarts types extrêmement importants de ces deux variables confirment la conjecture précédente. Notre période d'étude correspond à la vague Internet intervenue en France entre 1998 et 2000, ce qui peut expliquer ce résultat. En effet, la majorité des entreprises dont l'activité était liée à Internet réalisaient des pertes au moment de leur introduction en bourse.

Les entreprises du second marché interviennent sur des secteurs d'activité plus classiques et souvent liés à des industries lourdes, ce qui se traduit par une intensité capitalistique plus importante (les immobilisations corporelles représentent 18,4 % de l'actif des entreprises du second marché), alors que les entreprises du nouveau marché se situent beaucoup plus dans des secteurs tertiaires où l'intensité capitalistique est plus faible (11,71 % en moyenne de l'actif des entreprises du nouveau marché est constitué par des immobilisations corporelles).

Finalement, le ratio du *book-to-market* (valeur comptable des capitaux propres divisée par la capitalisation boursière au moment de l'introduction) est nettement plus faible pour les entreprises du nouveau marché, ce qui confirme que leurs options de croissance sont beaucoup plus importantes comparé à celles des entreprises du second marché (6,55 % pour les premières contre 24,56 % pour les secondes).

#### 1.4.2.3. Variables liées à la gouvernance

La part du capital détenu par le premier actionnaire est significativement plus importante pour les entreprises du second marché que pour celles du nouveau marché (58,97 % en moyenne pour les entreprises du second marché contre 36,2 % pour les autres). Ce résultat s'explique par une plus large présence d'entreprises familiales sur le second marché. En effet, dans ces entreprises, la famille détient généralement une majorité des actions. Le risque plus important des

entreprises du nouveau marché conduit à une concentration moindre du capital détenu par le premier actionnaire, afin de rendre possible le partage du risque avec d'autres actionnaires. Cette différence entre les deux types d'entreprises se retrouve aussi au niveau du contrôle exercé (mesuré par l'indice de Shapley-Shubik) par le premier actionnaire, qui est de 84,34 % pour les entreprises du second marché et de 57,39 % pour celles du nouveau marché.

Il nous semble particulièrement intéressant de noter que l'excès de contrôle<sup>16</sup> du premier actionnaire n'est pas significativement différent selon le marché d'introduction. En effet, l'excès de contrôle est d'environ 30 % pour les entreprises introduites sur chacun des deux marchés (l'excès de contrôle est même légèrement inférieur pour les entreprises du second marché, avec 29,06 % contre 30,69 % pour celles du nouveau marché). Cela laisse donc penser que le niveau d'excès de contrôle est plutôt une variable exogène, décidé par l'actionnaire principal et ne dépendant en rien du contexte dans lequel évoluent les entreprises. Autrement dit, quel que soit le stade de développement, le risque présenté par l'entreprise et la structure de propriété, le premier actionnaire cherche à réduire son niveau de participation tout en maintenant un contrôle plus important. Nous aboutissons à la même conclusion en ce qui concerne la participation en capital, la part du contrôle et l'excès de contrôle du P-DG. Cet excès de contrôle est réalisé par la mise en place de droits de vote doubles et de structures pyramidales.

Il semblerait aussi que les actionnaires de référence des entreprises du second marché maintiennent un contrôle important sur l'entreprise en s'entourant d'administrateurs qui leur sont liés. Ce levier semble moins utilisé par les entreprises du nouveau marché, ce qui peut s'expliquer par le risque important qu'elles présentent et qui force les dirigeants à ouvrir le capital (à des entreprises de capital-risque généralement) et donc à accepter des administrateurs qui ne leur sont pas directement liés. Ainsi, plus de 50 % des administrateurs des entreprises du second marché sont liés à l'actionnaire de référence alors que pour les entreprises du nouveau marché, ce chiffre tombe à 32,73 %.

Concernant le second actionnaire de référence, il semble jouer un rôle plus important dans les entreprises du nouveau marché que dans celles du second marché. Alors que la part du capital du second actionnaire n'est pas significativement différente d'un marché à l'autre, le contrôle exercé par le second actionnaire est de 10,14 % sur le nouveau marché et seulement de 4,28 % sur le second marché. Ce second actionnaire dispose d'un excès de contrôle beaucoup plus important sur le nouveau marché, avec 6,87 % de contrôle en excès contre 1,76 % sur le second marché. Cela ne semble pas étonnant, dans la mesure où les analyses précédentes ont clairement montré que les entreprises du second marché sont plutôt gouvernées par un actionnaire principal,

---

<sup>16</sup> L'excès de contrôle est défini comme le rapport de la différence entre l'indice de Shapley-Shubik et le pourcentage du capital.



alors que les entreprises du nouveau marché doivent, pour trouver des fonds, accepter de partager le contrôle.

Sur notre échantillon, 63 firmes du second marché comptaient parmi leurs actionnaires une ou plusieurs entreprises de capital-risque, soit environ 39,87 % d'entre elles. Sur le nouveau marché, 80 entreprises disposent du concours d'une ou plusieurs entreprises de capital-risque, représentant une proportion d'environ 59,70 %. Comme on pouvait s'y attendre, la participation des entreprises de capital-risque est beaucoup plus importante chez les firmes du nouveau marché (13,43 % en moyenne contre 6,90 %) et ce, même si on se restreint aux seules entreprises comptant parmi leurs actionnaires du capital-risque (10,16 % en moyenne pour les entreprises du nouveau marché et 8,06 % pour les entreprises du second marché). Par contre, le niveau de contrôle n'est pas significativement différent entre les deux marchés. Il semblerait que les entreprises de capital-risque privilégient un contrôle du conseil d'administration pour exercer leur influence, puisqu'elles détiennent en moyenne 0,83 % des conseils d'administration sur le nouveau marché contre seulement 0,34 % sur le second marché.

De manière surprenante, la part d'administrateurs indépendants au conseil d'administration est plus importante sur le second marché, avec 14,79 % et seulement 10,16 % pour les entreprises du nouveau marché. Il eût été plausible d'obtenir le résultat inverse, dans la mesure où le pouvoir semble plus partagé chez les entreprises du nouveau marché que chez les entreprises du second marché. Finalement, les conseils d'administration semblent être de tailles similaires avec environ cinq administrateurs en moyenne.

#### *1.4.2.4. Répartition de l'échantillon par année et par industrie*

Le panel A du tableau 1.6 présente la répartition des introductions par année pour le second marché, le nouveau marché et l'échantillon total. Sur la période étudiée, nous remarquons que l'activité boursière a été très intense sur les deux marchés étudiés. Concernant le second marché, le pic d'introductions en bourse est atteint en 1998, où 64 entreprises ont été introduites en bourse, représentant environ 40,51 % des entreprises sur le second marché. Sur le nouveau marché, on assiste à un doublement du nombre d'introductions en bourse à partir de 1998 jusqu'en 2000, avec une légère baisse en 1999. La période la plus intense pour le nouveau marché se situe en 2000, où 45 entreprises ont été introduites, représentant un peu plus d'un tiers de notre échantillon d'entreprises sur ce marché.

Le panel B du tableau 1.5 donne la répartition des entreprises par secteur d'activité. Pour classer les entreprises, nous avons utilisé la classification SIC (*Standard Industrial Classification*). Le nombre de secteurs étant très important même lorsqu'on se limite aux deux premiers chiffres de

la classification, nous avons dû procéder à un regroupement. Nous avons utilisé la classification sectorielle proposée par Campbell (1996). La première colonne indique le nom du secteur d'activité et la seconde les codes SIC correspondants. Sur le second marché, les secteurs d'activité les plus importants sont les biens de consommation durable, les biens intermédiaires, le commerce et l'industrie textile et les services. Nous avons donc environ 19 % de l'échantillon appartenant au tertiaire, le reste de l'échantillon étant constitué en majorité d'entreprises industrielles. Concernant les entreprises du nouveau marché, environ 58 % appartiennent à des secteurs liés aux services. Dans ce groupe, nous retrouvons toutes les entreprises exerçant une activité liée au développement d'Internet. L'examen du panel B montre bien la plus faible intensité capitalistique des entreprises du nouveau marché, dont les activités sont très concentrées dans le tertiaire.

La dernière ligne du panel B identifie les entreprises dont l'activité est liée à la haute technologie. Pour caractériser ce secteur d'activité, nous avons utilisé les mêmes codes SIC que Roosenboom et Schramade (2006). Sans surprise, nous constatons qu'environ 59 % des entreprises du nouveau marché interviennent sur des secteurs de haute technologie, contre seulement 17,5 % des entreprises du second marché. À ce titre, il semblerait que le nouveau marché ait bien rempli son rôle en permettant l'introduction en bourse de sociétés très jeunes et très technologiques.

## **1.5. PRÉSENTATION DES RÉSULTATS**

### **1.5.1. Résultat des tests univariés**

#### *1.5.1.1. Les entreprises du second marché*

Le panel A du tableau 1.7 présente les résultats des tests de différence de moyenne sur le second marché. Nous comparons un groupe de 24 entreprises présentant des engagements de conservation avec un groupe de 134 entreprises ne présentant pas d'engagements de conservation. Dans ce dernier groupe sont incluses les entreprises pour lesquelles il existait un engagement de conservation imposé par l'AMF en raison de l'entrée d'un actionnaire peu de temps avant l'introduction en bourse. Nous proposons un test  $t$  paramétrique (le  $t$  de Student). Nous avons aussi calculé un test sur les rangs non paramétrique (le  $\chi$  de Wilcoxon), car notre échantillon d'entreprises présentant un engagement de conservation est de taille assez faible et l'hypothèse de normalité des variables a de fortes chances d'être violée.

La divergence entre le contrôle exercé et la participation au capital de l'actionnaire de référence (variable CCFDIV) va dans le sens de l'hypothèse H2. Les entreprises dont les actionnaires principaux ont été soumis à un engagement de conservation présentent un excès de contrôle moyen de 40,96 %, alors que le groupe d'entreprises sans engagement de conservation présente un excès de contrôle moyen de 26,93 %. La différence est largement significative au seuil de 1% pour les deux types de tests. Il est donc possible que l'engagement de conservation ait pu servir à empêcher l'actionnaire de référence de réduire encore plus sa participation. Le but étant d'éviter une augmentation exponentielle des coûts d'agence qui pourrait réduire le montant des capitaux levés, voire même faire obstacle à la réalisation de l'introduction en bourse.

Il semblerait aussi que les entreprises présentant un engagement de conservation aient un actionnariat moins concentré, laissant plus de place à la contestation par un second actionnaire. En effet, la variable CONTSEC est en moyenne plus faible sur ce groupe d'entreprises, avec une valeur de 58,83 % par rapport aux autres entreprises n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de conservation et pour lesquelles la valeur moyenne de cette variable est de 77,72 %. Néanmoins, la différence n'est significative qu'au seuil de 10%. Ce résultat faiblement significatif va à l'encontre de l'hypothèse H2, puisque le groupe d'entreprises pour lesquelles il existe un engagement de conservation est aussi celui pour lequel il existe un second actionnaire disposant d'un pouvoir de contestation significatif.

Concernant le conseil d'administration, la présence d'administrateurs externes mesurée par la variable EXTCA, ne semble pas être déterminante, même si la différence va dans le sens prédit par l'hypothèse H2. Par contre, le groupe d'entreprises avec au moins un engagement de conservation présente une taille moyenne du conseil d'administration mesurée par la variable NBDIRCA de 6,58 administrateurs, alors que les entreprises sans engagements de conservation comptent en moyenne 4,63 administrateurs dans leur conseil d'administration. La différence est statistiquement significative au seuil de 1%. Nous sommes donc en droit de penser qu'un conseil d'administration trop grand présente des inefficiences qui sont compensées au moment de l'introduction en bourse par un engagement de conservation, corroborant ainsi l'hypothèse H2.

Notre dernière variable censée influencer la qualité du système de gouvernance de l'entreprise est la variable SURINV qui correspond au rapport du *free cash-flow* aux actifs nets comptables. Pour les 24 entreprises présentant un engagement de conservation, nous observons une valeur moyenne de 6,45, supérieure à celle des entreprises sans engagement de conservation. Ce résultat semble corroborer l'hypothèse H1, mais n'est significatif qu'au seuil de 10 % selon le test de Student.

Il n'y a pas de différence significative concernant les dépenses de recherche et développement (variable R&D), l'âge de la firme (variable ÂGE) et le nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision de BPA autour de l'introduction en bourse (variable NBAF). Ces résultats tendent à infirmer l'hypothèse H1 concernant l'influence de l'asymétrie d'information sur la durée des engagements de conservation. Toutefois, on s'aperçoit qu'il existe une différence de moyenne significative au seuil de 1 % sur la variable RANGITM qui mesure la réputation de l'établissement introducteur. La différence ne va pas dans le sens attendu : en effet, les 24 entreprises présentant un engagement de conservation sont introduites par des banques d'investissement en moyenne plus actives, puisque la moyenne de la variable RANGITM est de 2,71 contre 2,03 pour les 134 entreprises ne présentant pas d'engagements de conservation. Il semble donc que sur la période étudiée, ce groupe de 24 entreprises ait été introduit en bourse par des établissements introducteurs plus réputés (sous réserve bien sûr que notre variable soit une mesure convenable du concept de réputation). Cette constatation va à l'encontre de l'hypothèse H1, puisque selon les études, si l'établissement bancaire qui se charge de l'introduction possède une forte réputation, sa seule présence devrait suffire à convaincre le marché et donc ne pas entraîner la mise en place d'un engagement de conservation. Selon nous, ce résultat peut sembler logique si l'on se place dans le cadre de l'hypothèse H3, selon laquelle le groupe d'entreprises présentant des engagements de conservation est constitué d'entreprises dont les caractéristiques auraient dû les amener à s'introduire sur le nouveau marché. Ainsi, la réalisation de l'introduction en bourse sur le second marché aura été possible grâce, d'une part, à la forte réputation de la banque d'investissement en charge de l'introduction en bourse, et d'autre part, à l'acceptation d'un engagement de conservation. Il est donc possible de penser que la banque d'investissement a imposé des engagements de conservation qui reflètent sa réputation.

De manière similaire, nous observons une relation contraire aux hypothèses H1 et H2 au niveau de la variable CAPRIS. Le capital des entreprises dont un ou plusieurs actionnaires ont souscrit un engagement de conservation est détenu en moyenne à hauteur de 14,97 % contre seulement 4,02 % pour les autres entreprises. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 %, avec notamment un  $\chi$  de Wilcoxon de -4,11. Ainsi, la relation positive entre la participation des entreprises de capital-risque et la présence d'engagements de conservation suggère que les investisseurs en capital jouent un rôle actif au niveau du gouvernement d'entreprise.

Finalement, nous constatons que la sous-évaluation initiale (variable SEVA) est plus faible sur l'échantillon des entreprises avec engagements de conservation, avec une sous-évaluation initiale moyenne de 9,16 %, alors que la sous-évaluation initiale moyenne pour l'autre groupe

d'entreprises est de 23,47 %. La différence est statistiquement significative au seuil de 5 % pour le  $t$  de Student et de 1 % pour le  $z$  de Wilcoxon. Ainsi, il est possible de penser qu'en tant que signal potentiel, la sous-évaluation initiale aura été moindre parce qu'un autre signal, les engagements de conservation, aura été utilisé. Néanmoins, nous savons que la sous-évaluation initiale est reliée négativement à la présence d'entreprises de capital-risque et de banques d'investissement à forte réputation. Ce résultat n'est peut-être donc que la manifestation du fait que ce groupe de 24 firmes avec un engagement de conservation présente un actionnariat du capital-risque plus important en moyenne, et que les banques d'investissement qui les ont amenées à l'introduction en bourse sont d'un rang apparemment sensiblement plus élevé.

#### *1.5.1.2. Les entreprises du nouveau marché*

Pour cet échantillon d'entreprises, nous effectuons trois types de tests. Dans le panel B du tableau 1.7, nous comparons un groupe de 20 entreprises ayant choisi l'engagement de conservation le plus court (180 jours pour 100 % des actions) avec un groupe de 24 entreprises ayant opté pour l'engagement de conservation le plus long (360 jours pour 80 % des actions). Ensuite, dans le panel C, nous comparons un groupe de 65 entreprises ayant choisi un des deux engagements réglementaires précédemment cités avec un groupe de 12 entreprises ayant préféré un engagement de conservation plus contraignant dans la durée de l'engagement de conservation et/ou dans le pourcentage d'actions bloquées. Finalement, dans le panel D, nous faisons une comparaison globale des trois groupes (deux groupes ayant choisi un des deux engagements de conservation réglementaires et un groupe ayant choisi de s'écarter de la règle).

L'examen du panel B nous permet de réfuter toutes les hypothèses se rapportant à la théorie de l'agence ainsi qu'une partie des hypothèses liées à l'asymétrie d'information. Néanmoins, on constate que les entreprises qui choisissent un engagement de 180 jours sont introduites par des banques d'investissement de rang plus élevé, puisque la variable RANGITM est de 3,20 en moyenne pour ces entreprises ; quant à celles qui ont choisi un engagement de conservation de 360 jours, elles sont introduites par des banques d'investissement dont la réputation est moindre, avec une valeur de la variable précédemment citée de 2,56. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 % pour le  $t$  de Student et au seuil de 5 % pour le  $z$  de Wilcoxon. Ce résultat est en accord avec la littérature, puisqu'il semblerait que la réputation de l'établissement introducteur soit apte à réduire la durée de l'engagement de conservation. L'hypothèse H1 semble donc validée sur cette mesure.

De manière similaire, nous observons que les entreprises de capital-risque détiennent en moyenne 17,50 % du capital (variable CAPRIS) des entreprises ayant choisi l'engagement de 180

jours, alors que cette proportion est de 10,39 % pour les entreprises ayant préféré l'engagement de conservation de 360 jours. La différence n'est significative qu'au seuil de 10 %, d'après le test de Wilcoxon.

Dans le panel C, nous examinons si les facteurs retenus ont une influence sur l'occurrence d'un engagement de conservation qui dévie de la norme, c'est-à-dire dont la longueur est supérieure à 360 jours et/ou dont le pourcentage d'actions bloquées est de plus de 80 %. Seuls le nombre d'analystes suivant la firme (variable NBAF) et la participation des entreprises de capital-risque (variable CAPRIS) semblent avoir un effet. Néanmoins, seuls les tests de Student sont significatifs, ce qui nous conduit à considérer ces résultats avec la plus grande prudence, étant donné la petite taille des échantillons. Nous remarquons que les deux variables vont dans le sens prédit, puisque les entreprises ayant choisi un des deux engagements réglementaires ont été suivies en moyenne par 1,57 analyste contre 1,31 pour celles qui ont pris un engagement de conservation plus important. De même, pour la variable CAPRIS, les entreprises ayant choisi un engagement de conservation plus contraignant présentent une valeur très faible de 4,04 % contre 12,08 % pour les autres.

Finalement, le panel D présente un test de Kruskal-Wallis qui permet de comparer les trois groupes d'entreprises. Nous remarquons une relation en forme de U entre les différents choix d'engagements de conservation possibles et le rang de la banque introductrice. Concernant la participation des entreprises de capital-risque, la relation semble linéaire puisque pour un engagement de 180 jours, la moyenne de la variable est de 17,52 % ; pour un engagement de 360 jours, la moyenne passe à 10,39 % et finalement à 4,04 % pour les entreprises s'étant détachées des engagements réglementaires.

## **1.5.2. Résultats des tests multivariés**

### *1.5.2.1. Entreprises du second marché*

Étant donné que notre variable est discrète et censurée à gauche, une simple régression linéaire n'est pas adaptée et ce même en se restreignant au sous-ensemble des entreprises présentant un engagement de conservation (Gujarati [2004]). Comme Brau et *al.* (2005), nous utilisons un modèle Tobit spécialement adapté à ce genre de variable et qui permet d'inclure l'ensemble des entreprises ne présentant pas d'engagement de conservation. Le tableau 1.8 présente, dans le panel A, des régressions Tobit dont la variable dépendante est la longueur des engagements de conservation en jours, tandis que les entreprises n'en présentant pas se voient affecter la valeur 0. Nous reportons les mêmes régressions dans le panel B, mais en utilisant cette

fois un modèle Logit dont la variable indépendante est une variable binaire prenant la valeur 1 pour les 24 entreprises présentant des engagements de conservation et 0 pour les 134 entreprises n'en présentant pas.

Le premier modèle de chaque panel (régressions 1 et 6) prend en compte l'ensemble des variables à l'exception des variables LUA2 et du terme d'interaction  $\text{CONTSEC} \times \text{LUA2}$  qui posaient un problème dit de « prédiction parfaite » dans l'ensemble des modèles Logit. Un problème de « prédiction parfaite » apparaît dans les régressions logistiques lorsque la variable dépendante ne change pas de modalité sur une des catégories d'une variable explicative. Dans notre cas, lorsqu'une entreprise présente un engagement de conservation du dirigeant (variable dépendante égale à 1), la variable LUA2 prend toujours la valeur 1, car le second actionnaire prend lui aussi un engagement de conservation. Dans ce cas, l'estimation usuelle du modèle Logit par le maximum de vraisemblance n'est pas possible et le logiciel STATA utilisé pour conduire les tests rejette systématiquement la variable indépendante source du problème.

Le second modèle (régressions 2 et 7) présente la même régression mais sans la variable NBAF correspondant au nombre d'analystes ayant émis une prévision sur la firme autour de l'introduction en bourse, car elle n'a pas pu être collectée pour toutes les entreprises. Le troisième modèle (régressions 3 et 8) n'inclut que les variables liées à la structure du système de gouvernance. Finalement, les deux derniers modèles (régressions 4, 5, 9 et 10) n'incluent que les variables liées à la théorie du signal. À chaque fois, nous proposons un modèle avec la variable NBAF et un modèle sans.

Nous observons que la divergence entre les *cash-flows* et les droits de vote (variable CCFDIV) est significative dans les régressions 1, 2, 3, 7 et 8, soit au seuil 5 %, soit à celui de 1 %. Elle n'est pas significative dans le modèle 6 ; néanmoins, l'échantillon sur lequel porte la régression n'est pas complet en raison de la variable NBAF. La relation est positive, ce qui tend à valider l'hypothèse H2. Il semble donc utile d'imposer un engagement de conservation si le degré de contrôle mesuré par l'indice de Shapley est significativement plus important que le niveau de détention d'actions, car plus la différence augmente, plus les coûts d'agence augmentent et se répercutent négativement sur la valeur de la firme. Cette variable influe à la fois sur la décision d'imposer un engagement de conservation et sur la longueur de ce dernier.

La variable CONTSEC mesurant la concentration du contrôle tenant compte de la contestation d'un second actionnaire présente un coefficient négatif et significatif respectivement au seuil de 5 % et 1% dans les modèles 1, 2 et 3 du panel A. La relation négative n'est significative qu'au seuil de 10 % dans le modèle 8 du panel B. Cette relation va à l'encontre de l'hypothèse H2, puisqu'il semblerait que dans les entreprises présentant un engagement de

conservation, le second actionnaire ait un pouvoir de contestation plus grand. On peut dès lors se demander si ce second actionnaire ne joue pas lui aussi un rôle actif dans la mise en place de ces engagements. Il est aussi possible de penser que lorsque la concentration du contrôle est plus forte, cela indique une volonté de l'actionnaire majoritaire de rester à la tête de l'entreprise. De plus, si ce dernier détient une participation importante, il peut être difficile pour lui de la céder rapidement, ce qui peut réduire l'intérêt d'un engagement de conservation. Dans le cas où l'actionnariat est plus dispersé, il peut être plus facile pour chaque actionnaire de céder sa participation et il peut donc être intéressant d'imposer un engagement de conservation aux actionnaires pour être sûr qu'ils restent dans l'entreprise. Nous avons inclus un terme d'interaction entre CONTSEC et une variable dichotomique LUA2 prenant la valeur 1 si le second actionnaire s'est aussi engagé à conserver des actions et 0 dans le cas contraire. En effet, il est possible de penser que si le second actionnaire est capable de modérer un éventuel comportement opportuniste du premier, il sera d'autant plus incité à exercer une fonction de contrôle s'il s'est lui-même engagé à rester dans l'entreprise pendant un certain temps. L'absence d'effet significatif nous conduit à rejeter cette explication.

La proportion d'administrateurs externes mesurée par la variable EXTCA présente un effet positif qui n'est pas statistiquement significatif.

La taille du conseil d'administration mesurée par la variable NBADMCA présente le signe attendu dans tous les modèles du panel A, conformément à l'hypothèse H2. Elle est de plus systématiquement significative au seuil de 1%. Sur les modèles Logit du panel B, cette variable n'est significative que dans la première régression. Nous pouvons donc penser que le manque d'efficacité d'un conseil d'administration trop important soit compensé par l'imposition d'un engagement de conservation. De plus, il est possible de penser que la taille du conseil d'administration n'est pas un facteur déclenchant, mais plutôt un paramètre entrant en ligne de compte dans le choix de la durée de l'engagement une fois prise la décision de restreindre les cessions d'actions postérieures à l'introduction en bourse, puisque seuls les coefficients des modèles Tobit sont significatifs sur l'ensemble des 158 firmes du second marché.

La variable SURINV, qui mesure le risque de surinvestissement, exerce une influence positive et significative au seuil de 5% dans les modèles Tobit et au seuil de 1 % dans les modèles Logit. Ces résultats corroborent l'hypothèse H2. Ainsi, un risque de surinvestissement important mesuré par le niveau de *free cash-flows* après distribution de dividendes joue positivement à la fois sur la probabilité de mettre en place un pacte d'actionnaire et sur sa longueur.

Concernant l'hypothèse H1 de signalisation, nous observons un effet positif des dépenses de recherche et développement (variable R&D) seulement sur la probabilité de présence des



engagements de conservation, comme l'attestent les coefficients positifs et significatifs au seuil de 5 % uniquement dans les régressions logistiques du panel B. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse H1. Si l'on considère que les entreprises investissant dans la recherche et développement présentent un degré d'asymétrie d'information plus important, alors il semblerait que les engagements de conservation puissent servir de signal de la valeur de la firme au marché.

L'âge de la firme présente le coefficient positif attendu, mais il n'est statistiquement pas significatif, ce qui est contraire à l'hypothèse H1.

Le nombre d'analystes ayant émis une prévision de BPA (variable NBAF) sur l'entreprise autour de l'introduction en bourse semble avoir une influence négative à la fois sur la présence et sur la longueur des engagements de conservation. Il semblerait donc que l'hypothèse H1 soit corroborée. Malheureusement, la variable n'a pas pu être collectée pour les 158 entreprises, ce qui laisse subsister un doute sur l'effet réel de la variable.

Le rang de la banque introductrice mesuré par la variable RANGITM présente un coefficient positif et statistiquement significatif seulement dans les régressions 4, 5, 9 et 10, où nous avons exclu les variables liées au gouvernement d'entreprise. L'effet observé est de sens contraire à celui que nous attendions, mais il n'est pas robuste puisque le lien disparaît lors de l'inclusion des variables de gouvernance. Nous observons le même effet pour la variable CAPRIS. Ces deux résultats peuvent donner à penser que les banques et les sociétés de capital-risque influencent la décision de prendre un engagement de conservation en fonction de la qualité du système de gouvernance, puisque leur effet disparaît lors de l'inclusion des variables liées à la gouvernance.

Le coefficient de la variable SOUSEVA est relié négativement à la longueur des engagements de conservation, comme l'attestent les coefficients statistiquement significatifs dans les modèles 2, 3 et 5 du panel A. Cela tendrait à confirmer notre analyse selon laquelle la mise en place d'un engagement de conservation en signalant la valeur de la firme permettrait de réduire le niveau de sous-évaluation initiale de la firme. On se rend compte que cette variable n'est significative que lorsque les régressions du panel A sont conduites sur l'échantillon total, ce qui peut révéler la présence de valeurs extrêmes.

Concernant les variables de contrôle, le risque spécifique (variable IDIORIS) a un effet positif, ce qui est contraire aux modèles de Brau et *al.* (2005) et de Courteau (1995). L'effet positif est plus significatif dans les modèles Logit. Ce résultat est surprenant, dans la mesure où il semblait logique que pour un risque spécifique plus important, le même signal puisse être donné au marché en utilisant un engagement de conservation moins long, toutes choses égales par ailleurs.

Le caractère « technologique » (variable TECH) des entreprises semble jouer de manière négative. Ce résultat est aussi surprenant dans la perspective de la théorie du signal, puisque ces entreprises devraient présenter un degré d'asymétrie d'information plus important en moyenne et donc nécessiter l'imposition d'un engagement de conservation en moyenne plus long.

Le taux d'endettement financier DETTEFI ne présente pas d'effet significatif, alors que la variable TAILLE agit positivement sur la présence et la longueur des engagements. Les études disponibles trouvent généralement un lien négatif, comme nous l'avons vu dans la revue de la littérature, et intuitivement, les entreprises plus grandes sont censées susciter un intérêt plus grand de la part du marché, entraînant une plus grande production d'information, ce qui devrait réduire l'asymétrie d'information. Le lien devrait donc être négatif.

Le ratio BTM de la valeur comptable des capitaux propres sur la capitalisation boursière agit de manière négative sur la durée des engagements de conservation. Ce ratio est un proxy des opportunités de croissance de la firme. Plus il est important, moins la firme dispose d'opportunités de croissance. On peut donc penser que les entreprises possédant des engagements de conservation ont des opportunités de croissance en moyenne plus fortes qui augmentent l'asymétrie d'information. Cette dernière permet au dirigeant d'adopter plus facilement un comportement opportuniste.

Nos résultats semblent montrer un plus grand effet des variables liées à la théorie de l'agence. En effet, dans les modèles Tobit du panel A, la régression 3 où sont incluses les variables mesurant la qualité du système de gouvernance présente un  $R^2$  de Cox et Snell de 44 % contre 25 % pour la régression 5, incluant seulement les variables censées mesurer le niveau d'asymétrie d'information de la firme. Nous constatons un résultat similaire pour les modèles Logit du panel B au niveau du  $R^2$  de Cox et Snell. Par contre, si l'on se base sur le critère du pourcentage de cas correctement prédits (dernière ligne du tableau 1.9) par les modèles Logit, alors nous observons un effet à peu près équivalent, puisque le modèle 8 permet de reclasser correctement 87,34 % des cas contre 88,61% pour le modèle 10.

De plus, certaines variables liées à la théorie du signal présentent des relations contradictoires qui trouvent une interprétation cohérente dans la théorie de l'agence. Par exemple, le lien positif entre le rang de la banque introductrice, la présence d'entreprises de capital-risque et les engagements de conservation laisse penser que ces deux acteurs ont un rôle actif et imposent des engagements de conservation là où le système de gouvernance pourrait être inefficace. De même, le lien positif avec la taille de la firme peut s'interpréter grâce à la théorie de l'agence. En effet, les entreprises trop grandes peuvent résulter d'un surinvestissement initié par les dirigeants pour réduire le risque de la firme au détriment de la rentabilité des investisseurs.

Étant donné le nombre de variables importantes des modèles présentés, il est légitime de se demander si nos données ne souffrent pas d'un problème de multicollinéarité. Pour vérifier ce point, nous avons eu recours à une technique consistant à estimer les cinq modèles par la méthode des moindres carrés et à calculer les facteurs d'inflation de la variance (VIF) à partir de ces estimations. En effet, il n'existe pas de mesure identique équivalente au VIF spécifique aux modèles Tobit et logistiques. Néanmoins, la multicollinéarité étant un problème lié aux données, indépendamment du modèle de régression utilisé, nous pensons que la méthode proposée peut nous fournir des éléments de réponse par rapport à ce problème. Chatterjee et Hadi (2006) indiquent que des facteurs d'inflation de la variance supérieurs à 10 et dont la moyenne est considérablement supérieure à 1 sont susceptibles de révéler des problèmes de multicollinéarité dans les données. Sur le premier modèle des panels A et B incluant la totalité des variables explicatives, nous obtenons un VIF maximal de 4,61 et un VIF minimal de 1,13 pour une moyenne de 1,68. Pour les modèles 2 et 7 de chaque panel comprenant l'ensemble des variables exception faite de NBAF, le VIF de chaque variable est compris entre 1,13 et 2,36 avec un VIF moyen de 1,68. Ces résultats, associés au fait que les coefficients des variables conservent une ampleur similaire et un signe identique sur toutes les régressions, nous permettent de penser qu'il n'y a pas de problème sérieux de multicollinéarité dans nos estimations.

#### *1.5.2.2. Entreprises du nouveau marché*

Le tableau 1.9 présente des régressions Logit expliquant le choix entre les deux engagements de conservation réglementaires (180 jours pour 100 % des actions ou 360 jours pour 80 % des actions). Les entreprises s'écartant de ces deux engagements de conservation sont ignorées pour l'instant. Les deux premiers modèles mettent en concurrence les proxys liés aux hypothèses H1 et H2. Nous n'avons pas pu inclure toutes les variables ensemble, car cela engendrait un problème de prédiction parfaite de certaines observations.

L'hypothèse liée à la théorie de l'agence est clairement rejetée ; aucun des proxys de la qualité de la gouvernance n'est significatif. L'hypothèse de signalisation semble être le facteur explicatif le plus probable.

Les entreprises les plus jeunes prennent avec une probabilité plus importante un engagement de conservation de 360 jours. Le coefficient de la variable ÂGE est en effet positif et significatif au seuil de 5 % dans toutes les régressions, sauf dans le modèle 2.

Le nombre d'analystes suivant une entreprise donnée pour son introduction (variable NBAF) est associé positivement au choix d'un engagement de conservation, ce qui est contraire à

l'hypothèse H1. Ce résultat n'est néanmoins significatif que dans une seule régression, lorsque les variables relatives à la théorie d'agence ne sont pas incluses.

Le rang de la banque introductrice mesuré par la variable RANGITM a une influence négative sur le choix d'un engagement de conservation de 360 jours. Le coefficient est systématiquement significatif au seuil de 5 % dans les régressions 1, 2, 5 et 6. Ce résultat corrobore l'hypothèse de signalisation H1.

De la même manière, la présence d'entreprises de capital-risque indiquée par la variable CAPRIS présente un effet négatif sur la probabilité de choisir des engagements de conservation de 360 jours. La signification de cette variable est relativement faible voire inexistante, même si cela apparaît seulement dans le cas où la régression porte sur l'échantillon incomplet de 46 entreprises ayant choisi un engagement de conservation réglementaire. Il semble donc y avoir un effet concordant avec l'hypothèse H1 dans un sens favorable à la théorie du signal, mais les résultats sont peu solides.

Le risque spécifique de la firme présente un coefficient conforme aux prédictions des modèles de Courteau (1995) et Brau et *al.* (2005). Le coefficient de la variable IDIORIS est négatif dans toutes les régressions et significatif au seuil de 5 % dans les modèles 2, 5 et 6.

Le rapport des capitaux propres comptables sur la capitalisation boursière (variable BTM) semble aussi avoir un effet positif sur le choix de l'engagement de conservation. Plus précisément, l'impact est positif, ce qui est relativement surprenant dans la mesure où ce résultat signifie que plus l'entreprise dispose d'options de croissance, moins elle aura besoin de choisir l'engagement de conservation de 360 jours. Étant donné que nous sommes sur le nouveau marché destiné essentiellement aux entreprises jeunes à fort potentiel de croissance, il est possible que justement, les entreprises présentant de plus faibles perspectives de développement soient plus pénalisées et aient donc besoin de choisir l'engagement de conservation de 360 jours.

Le tableau 1.10 présente les résultats de régressions logistiques dont la variable dépendante prend la valeur 0 si l'entreprise a choisi un des deux engagements de conservation réglementaires et 1 si elle a opté pour un engagement de conservation plus contraignant dans la longueur et/ou dans le pourcentage. Dans ces régressions, là aussi, nous n'avons pas pu inclure toutes les variables explicatives en même temps, car certaines d'entre elles mises ensemble génèrent un problème de prédiction parfaite de certains individus de notre échantillon. Cela est problématique, car les *t* de Student peuvent être surestimés.

On remarque tout de suite que contrairement aux résultats du tableau 1.9 où l'hypothèse de signalisation était la plus probable, ce sont les variables liées à l'hypothèse d'agence qui semblent être pertinentes dans l'explication de ce choix.

La divergence entre la participation dans le capital et le degré de contrôle mesuré par l'indice de Shapley-Shubik (variable CCFDIV) est liée positivement à l'adoption d'un engagement de conservation s'écartant des règles imposées par le nouveau marché. Le coefficient est toujours statistiquement significatif au seuil de 10 % pour la première régression, de 1 % pour les trois régressions suivantes et de 10 % pour la régression 5. Ces résultats corroborent l'hypothèse H2.

La concentration de l'actionnariat tenant compte de la contestation du pouvoir par le second actionnaire (variable CONTSEC) influence de manière négative la probabilité d'adopter un engagement de conservation plus contraignant que ceux qui sont imposés par le règlement du nouveau marché. Contrairement à l'hypothèse H2, plus le pouvoir du second actionnaire est important, plus il est probable que l'actionnaire principal choisisse un engagement de conservation s'écartant de la règle du nouveau marché. Ce résultat est similaire à celui qui a été trouvé par rapport au second marché et indique que le second actionnaire joue un rôle actif dans l'adoption d'un engagement de conservation plus contraignant que la norme. Comme nous l'avons précisé précédemment, nous n'avons pu inclure la variable LUA2 ainsi que le terme d'interaction  $CONTSEC \times LUA2$ , car cela posait un problème d'estimation des modèles Logit.

Finalement, nous remarquons un impact notable de la variable TAILLE. Elle influence négativement la probabilité d'adopter un engagement de conservation plus contraignant, ce qui est conforme aux résultats trouvés dans la littérature. Comme pour le choix entre les deux engagements réglementaires (cf. tableau 1.9), la variable BTM est liée significativement à la probabilité de choisir un engagement de conservation plus contraignant. Il semblerait donc que les entreprises disposant de moins d'options de croissance doivent donner des garanties supplémentaires.

Dans le panel B, nous avons tenté d'appréhender de manière globale le choix d'un engagement de conservation en estimant un modèle logistique ordinal. La variable dépendante prend la valeur 1 si l'engagement de conservation choisi par le dirigeant est de 180 jours pour 80 % des actions, 2 si l'engagement de conservation est de 360 jours pour 100 % des actions et 3 pour toute forme d'engagement de conservation plus contraignant (longueur supérieure à 360 jours et/ou pourcentage d'actions bloquées supérieur à 80%). Pour vérifier le caractère ordinal de la variable dépendante, il faut conduire un test de Brant qui, s'il est significatif, conduit à rejeter ce que l'on nomme dans la littérature économétrique l'hypothèse de « régressions parallèles ». Le fait de rejeter cette hypothèse conduit à rejeter également le caractère ordinal de la variable et dans ce cas, un modèle logistique multinomial doit être préféré au modèle logistique ordinal. Le test de Brant du modèle 7 n'est pas significatif, indiquant que nous pouvons accepter le caractère ordinal de la variable dépendante. Nous constatons que la variable CONTSEC conserve son influence

négative au seuil de 5 %. Nous remarquons aussi que la variable CAPRIS devient significative et influence négativement le choix d'un engagement de conservation, ce qui est conforme avec la théorie de la certification et donc avec l'hypothèse H2. Les variables IDIORIS, CLUST, TAILLE et BTM conservent les influences observées dans les modèles du panel A.

### *1.5.2.3. Engagement de conservation, efficacité organisationnelle et asymétrie d'information*

Le tableau 1.11 donne les résultats du test de l'hypothèse H2 par l'intermédiaire de la variable INEFORGA. Ce test consiste à résumer toutes les variables liées à la structure du système de gouvernance par une variable mesurant l'efficacité organisationnelle. À cette fin, nous utilisons la variable INEFORGA, qui est une mesure inverse de l'efficacité organisationnelle au sens de Fama et Jensen (1985). Cette variable représente l'excès de contrôle du conseil d'administration par rapport à la concentration du capital dans les mains du P-DG (voir le paragraphe 1.4.1.3 pour une description de cette variable). Plus cette variable est importante, plus l'écart entre le degré de contrôle du conseil d'administration et le pourcentage d'actions détenues est important. Dans ce cas, l'organisation doit changer pour devenir efficace et soit le P-DG réduit son contrôle du conseil d'administration, soit il augmente sa participation dans le capital. À ce titre, l'imposition d'un engagement de conservation plus long peut être utile pour l'empêcher de réduire encore plus son exposition au risque de la firme.

Le panel A du tableau 1.11 présente les tests de cette hypothèse sur le second marché. Pour ce dernier, nous avons effectué une régression Tobit et une régression Logit. Dans le panel B, on trouve deux régressions Logit et une régression Logit ordinaire. Toujours afin de comparer nos deux principales hypothèses, nous avons inclus les variables mesurant l'asymétrie d'information et les variables de contrôle.

Sur le second marché, la variable INEFORGA ne présente aucune influence significative, ce qui entraîne le rejet de l'hypothèse H2. Bien évidemment, il est aussi possible que notre mesure de l'efficacité organisationnelle au sens de Fama et Jensen (1985) soit trop simple pour appréhender correctement ce concept.

Concernant le nouveau marché, le modèle 3 analysant le choix entre un des deux engagements de conservation réglementaires montre une influence positive et significative au seuil de 5 % de la variable INEFORGA. Ce résultat corrobore l'hypothèse H2, puisqu'il signifie que le choix de l'engagement de conservation réglementaire le plus long est d'autant plus probable que la proportion d'administrateurs liés au P-DG augmente alors que ce dernier détient une faible part des actions de son entreprise. Autrement dit, plus l'organisation est inefficace au sens de Fama et Jensen (1985), plus il est probable que le P-DG prenne un engagement de

conservation de 360 jours. Nous obtenons le même résultat dans le modèle 4 lorsqu'il s'agit d'expliquer le choix entre d'une part un des deux engagements réglementaires et d'autre part un engagement de conservation plus contraignant (plus long et/ou concernant un pourcentage de titre supérieur à 80%). Les variables ÂGE et RANGITM conservent des effets similaires à ceux qui ont été trouvés dans les modèles des tableaux 1.9 et 1.10 : l'âge de la firme influence négativement le choix de l'engagement de conservation réglementaire le plus long et n'a pas d'impact sur la décision de prendre un engagement de conservation plus contraignant que la norme ; le rang de la banque introductrice influence aussi négativement le choix de l'engagement de conservation réglementaire le plus long, alors que l'influence est positive lorsqu'il s'agit de choisir un engagement de conservation plus contraignant que la norme.

Finalement, le modèle 5 présente un modèle Logit ordinal dont la variable dépendante prend la valeur 0 si l'actionnaire principal a pris un engagement de conservation de 180 jours pour 100 % des actions, 1 si l'engagement est de 360 jours pour 80% des actions et enfin 2 si l'engagement est soit de 360 jours pour plus de 80 % des actions, soit tout simplement supérieur à 360 jours. La variable INEFORGA est toujours significative au seuil de 5 % ainsi que la variable ÂGE. Comme précédemment, nous donnons les résultats d'un test de Brant portant sur l'hypothèse de régressions parallèles. Si on exclut la variable RANGITM, qui est la seule variable significative changeant de signe entre le modèle 3 et le modèle 4, alors le test de Brant est non significatif, ce qui ne permet pas de rejeter l'hypothèse de régressions parallèles. Ce résultat veut dire que notre variable dépendante peut être considérée comme une variable ordinale dans sa relation avec les variables explicatives du modèle 5, à l'exclusion du rang de la banque introductrice.

#### *1.5.2.4. Choix du marché d'introduction et engagement de conservation sur le second marché*

Selon notre hypothèse H5, certaines entreprises dont les caractéristiques les prédestinaient à une introduction sur le nouveau marché (domaine d'activité lié aux hautes technologies et/ou à l'Internet, entreprises jeunes en phase de développement par exemple) ont pu désirer s'introduire sur le second marché pour économiser des frais d'introduction ou pour des raisons d'image et de visibilité.

Pour tester cette hypothèse, nous avons d'abord estimé un modèle Logit dont la variable dépendante prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée au nouveau marché et 0 si elle ne l'est pas. Le modèle Logit est estimé sur l'échantillon total de 292 entreprises, duquel nous avons exclu les 24 entreprises du second marché présentant des engagements de conservation. Nous ne disposons pas de modèle théorique pour décider des variables à inclure dans la régression

logistique ; néanmoins, nous savons que le nouveau marché a été créé spécialement pour les jeunes entreprises intervenant souvent dans des secteurs de haute technologie et dont les perspectives de croissance sont importantes. Elles sont aussi beaucoup plus risquées. Pour décider des variables à retenir, nous avons mené une régression pas à pas descendante, dans laquelle nous avons inclus différentes variables susceptibles de différencier les entreprises introduites sur le second et le nouveau marché. Les entreprises du nouveau marché sont en moyenne plus risquées, comme nous l'avons vu dans les statistiques descriptives, d'où la nécessité de partager le risque entre plus d'actionnaires, ce qui devrait engendrer une dispersion plus grande du capital des entreprises du nouveau marché. De plus, elles sont souvent financées par plusieurs entreprises de capital-risque. Nous avons donc inclus, dans la régression de départ, une mesure du risque totale, l'indice de Herfindahl, pour mesurer la dispersion du capital et le pourcentage du capital détenu par une ou plusieurs entreprises de capital-risque. Les entreprises du nouveau marché ont typiquement des options de croissance plus importantes. Donc, nous avons ajouté le ratio de la valeur comptable des capitaux propres rapportée à la capitalisation boursière et l'âge de la firme. Finalement, nous avons aussi introduit la taille de la firme mesurée par le total de l'actif net comptable, car les entreprises du nouveau marché sont en moyenne plus petites. La participation des entreprises de capital-risque et la taille de l'entreprise ont été éliminées du modèle. Les résultats de cette régression sont présentés dans le panel A du tableau 1.12. Toutes les variables sont significatives et le modèle permet de reclasser correctement 87,31 % des entreprises. Nous avons ensuite utilisé ce modèle pour prévoir la probabilité d'appartenance aux entreprises du nouveau marché des 24 entreprises introduites sur le second marché et présentant des engagements de conservation. Sur les 24 entreprises, huit firmes, soit un tiers d'entre elles, sont reclassées comme appartenant au nouveau marché. Le reclassement est effectué en utilisant le seuil généralement retenu de 0,5. Pour vérifier que la différence dans la probabilité prédite est significative, nous avons effectué des tests de différence : un test de Student et un test de Wilcoxon. En effet, la probabilité prévue d'être classée dans le groupe des entreprises du nouveau marché peut être différente tout en étant proche, dans les deux cas, du seuil de 0,5 avec le groupe de huit entreprises légèrement au-dessus de ce seuil et les 16 autres légèrement en dessous. Le panel B du tableau 1.12 donne les résultats des tests de différence de probabilité prévue. Le groupe reclassé en entreprises du nouveau marché présente une probabilité prévue moyenne de 0,75, alors que les 16 autres présentent une probabilité prévue moyenne de 0,09. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 %, ce qui nous permet d'affirmer avec relativement d'assurance que ces huit entreprises présentaient des caractéristiques qui auraient dû les amener à s'introduire sur le nouveau marché. Nous pensons que la réputation des



établissements introducteurs couplée aux engagements de conservation ont permis à ces entreprises d'être acceptées sur le second marché.

## CONCLUSION

Ce premier chapitre s'est attaché à déterminer les facteurs influençant la mise en place et la durée d'un engagement de conservation sur le second et le nouveau marché. Sur le second marché, les engagements de conservation sont facultatifs alors que sur le nouveau, le dirigeant ou l'actionnaire principal doit s'engager à conserver ses actions, soit pour une durée de six mois pour 100 % de ses actions, soit pour une durée d'un an pour 80 % de ses actions. Les études antérieures ont privilégié une justification des engagements de conservation basée sur la théorie du signal. En s'engageant à supporter le risque spécifique de la firme, le dirigeant transmet au marché une information positive sur les perspectives de rentabilité de son entreprise. Théoriquement, seuls les dirigeants des bonnes entreprises peuvent se permettre ce type de signal. Les dirigeants d'entreprises de mauvaise qualité qui tenteraient d'envoyer un signal erroné courent le risque que le marché découvre la vraie nature de leur entreprise avant la fin de la période d'inescapability des titres. Une autre explication basée sur la théorie de l'agence est soulevée dans la littérature, sans toutefois être approfondie. Dans cette étude, nous testons l'hypothèse de signalisation mais en plus, nous essayons de préciser en quoi les engagements de conservation peuvent servir à mitiger les problèmes d'agence. L'hypothèse que nous avançons est que les engagements de conservation peuvent être un moyen temporaire de compenser certaines lacunes du système de gouvernance des entreprises introduites en bourse.

Sur le second marché, nos résultats semblent pencher en faveur d'une explication par la théorie de l'agence. Nous trouvons que plus il y a divergence entre le niveau de participation dans le capital du premier actionnaire et le degré de contrôle qu'il exerce, plus il est probable qu'un engagement de conservation soit adopté et plus il sera long. De la même manière, il semble exister un lien positif entre les engagements de conservation et le risque de surinvestissement lié à des *free cash-flows* excessifs.

Le rang de la banque introductrice présente généralement un effet négatif dans les études anglo-saxonnes alors que dans notre étude sur le second marché, le lien semble positif, ce qui suggère un rôle actif de la banque dans la mise en place d'un engagement de conservation. Cette dernière analyse est confortée par le fait que huit des 24 entreprises présentant un engagement de conservation sur le second marché auraient vraisemblablement dû être introduites sur le nouveau marché. Cela laisse penser que l'adoption d'un engagement de conservation combinée avec une introduction réalisée par un établissement de prestige aura pu rendre possible la cotation sur le second marché.

Concernant le nouveau marché, nous avons analysé le choix entre les deux engagements réglementaires ; il semblerait que l'hypothèse de signalisation soit en partie corroborée. Les

entreprises les plus jeunes et introduites par des banques d'investissement de haut rang choisissent plus volontiers l'engagement de 180 jours. L'hypothèse d'agence est ici clairement rejetée. Lorsque l'on analyse le choix entre d'une part un des deux engagements réglementaires et d'autre part un engagement plus contraignant, alors on trouve que la divergence entre les droits aux *cash-flows* et le contrôle du dirigeant a un effet positif très significatif. La présence d'un second actionnaire de référence semble avoir un effet positif sur l'adoption d'un engagement de conservation plus contraignant que la norme, ainsi que le rang de la banque introductrice.

Globalement, le manque d'efficacité organisationnelle, au sens de Fama et Jensen (1985), joue de manière positive sur l'adoption d'un engagement plus contraignant que la norme sur le nouveau marché. Par contre, nous ne constatons aucun effet de cette variable sur les entreprises du second marché. Cela peut sembler normal dans la mesure où les entreprises du second marché sont en moyenne plus âgées que celles du nouveau marché, ce qui implique que ces dernières sont encore en phase d'évolution pour trouver les meilleurs ajustements possible. Il semble donc compréhensible que les entreprises du nouveau marché soient plus concernées que celles du second marché par des problèmes d'efficacité organisationnelle, toujours au sens de Fama et Jensen (1985).

Notre étude montre donc qu'effectivement, l'hypothèse de signalisation peut justifier certains engagements de conservation mais que les motivations liées au système de gouvernance peuvent aussi être à l'origine de ces engagements.

La question de l'impact de ces engagements de conservation sur la valeur de la firme n'est jamais abordée par les études. Selon le modèle de Brau et *al.* (2005), les engagements de conservation dépendent uniquement du degré d'asymétrie d'information pesant sur l'entreprise au moment de son introduction en bourse. Et pour cause, leur modèle ne considère que deux valeurs d'entreprise possible et seules les entreprises de bonne qualité peuvent s'introduire en bourse, sous réserve d'un engagement de conservation si le niveau d'asymétrie d'information est trop fort. Le modèle de Courteau (1995) lie les engagements de conservation au niveau à la fois de l'asymétrie d'information et de la valeur de la firme. On peut donc se demander s'il existe un lien avec la valeur de la firme et si pour un même niveau d'asymétrie d'information, il peut exister différents types d'engagements de conservation qui signaleraient différents niveaux de valeur. Ce point sera traité dans le troisième chapitre.

**ANNEXE 1.1 : PRÉSENTATION DE L'INDICE DE SHAPLEY-SHUBIK ET APPLICATION À UN CAS CONCRET**

***A-Exemple de calcul***

Nous allons prendre un exemple simple pour illustrer le calcul de l'indice de Shapley-Shubik dans le cadre du vote lors d'une assemblée générale d'actionnaires où les décisions sont prises à la majorité de 50% des votes plus une voix. Soit une entreprise dont le capital est partagé entre quatre actionnaires  $A_i$  avec  $i=(1, 2, 3, 4)$  détenant les participations suivantes :

Actionnaire	Pourcentage des droits de vote
$A_1$	25
$A_2$	35
$A_3$	30
$A_4$	10

Le principe du calcul est d'abord de calculer le nombre  $N$  de permutations possibles de ces quatre actionnaires. Le nombre de permutations possibles est donné par  $N=4!=4 \times 3 \times 2 \times 1 = 24$ . Le tableau suivant donne la liste de ces 24 permutations :

	Permutations					
$A_1$ vote en premier	$A_1$ 25 35 10 30	$A_1$ 25 35 30 10	$A_1$ 25 30 10 35	$A_1$ 25 30 35 10	$A_1$ 25 10 30 35	$A_1$ 25 10 35 30
$A_1$ vote en second	<b><math>A_2</math> 35</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 10 30	<b><math>A_2</math> 35</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 30 10	<b><math>A_3</math> 30</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 10 35	<b><math>A_3</math> 30</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 35 10	$A_1$ 10 25 30 35	$A_1$ 10 25 35 30
$A_1$ vote en troisième	<b><math>A_4</math> 10</b> <b><math>A_3</math> 30</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 35	<b><math>A_4</math> 10</b> <b><math>A_2</math> 35</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 30	<b><math>A_3</math> 30</b> <b><math>A_4</math> 10</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 35	<b><math>A_2</math> 35</b> <b><math>A_4</math> 10</b> <b><math>A_1</math> 25</b> 30	$A_1$ 30 35 25 10	$A_1$ 35 30 25 10
$A_1$ vote en quatrième	10 30 35 $A_1$ 25	10 35 30 $A_1$ 25	30 10 35 $A_1$ 25	30 35 10 $A_1$ 25	35 10 30 $A_1$ 25	35 30 10 $A_1$ 25

Pour l'actionnaire  $A_1$  nous comptons le nombre de fois  $n_{A_1}$  où son vote permet à la coalition formée par les individus qui ont voté avant lui d'être majoritaire. Ces cas sont représentés en gras et encadrés dans le tableau ci-dessus. Par exemple, pour les deux coalitions où  $A_2$  possédant 35% des droits de vote est le premier à voter, le vote en second de  $A_1$  permet à la coalition  $(A_1, A_2)$  d'être majoritaire, puisqu'elle obtient  $35+25=60\%$  des droits de vote. De la même manière,

lorsque  $A_3$  vote en premier et  $A_2$  en second, alors la coalition  $(A_1, A_3)$  est majoritaire deux fois. Lorsque  $A_1$  vote en troisième, son vote est décisif dans les coalitions où votent avant lui soit  $A_4$  et  $A_3$ , soit  $A_4$  et  $A_2$ . Nous dénombrons donc  $n_{A_1} = 8$  coalitions où le vote de  $A_1$  est décisif. Soit  $SS_{A_i}$  l'indice de Shapley-Shubik de l'actionnaire  $i$ . L'indice de Shapley-Shubik pour l'actionnaire  $A_1$  est :

$$SS_{A_1} = \frac{n_{A_1}}{N}$$

L'indice de Shapley-Shubik d'un actionnaire est donc le rapport entre le nombre de fois où le vote de cet actionnaire apporte la majorité à une coalition d'actionnaires ayant voté avant lui.

Dans notre exemple, nous obtenons :  $SS_{A_1} = \frac{8}{24} = \frac{1}{3}$ . Le même calcul donne pour les autres

actionnaires :  $SS_{A_2} = SS_{A_3} = SS_{A_4} = \frac{1}{3}$  et  $SS_{A_4} = 0$ . Un des principaux avantages de l'indice de

Shapley-Shubik est de montrer que des actionnaires possédant un nombre de droits de vote substantiellement différent (25% pour  $A_1$  et 35% pour  $A_1$ ) peuvent exercer le même niveau de contrôle sur une entreprise.

L'implémentation du calcul de l'indice de Shapley-Shubik nécessite le recours à des algorithmes relativement complexes, ce qui peut d'ailleurs expliquer l'utilisation limitée qui en a été faite. Aujourd'hui, ce problème est facilement contourné grâce à des algorithmes disponibles en ligne. Pour nos calculs, nous avons utilisé l'algorithme «*ssocean*» du professeur Denis Leech de l'université de Warwick, disponible à l'adresse suivante : <http://www.warwick.ac.uk/~ecaae/ssocean.html>. Des liens vers d'autres algorithmes sont aussi disponibles à l'adresse : <http://www.warwick.ac.uk/~ecaae/>.

### ***B-Choix d'un indice***

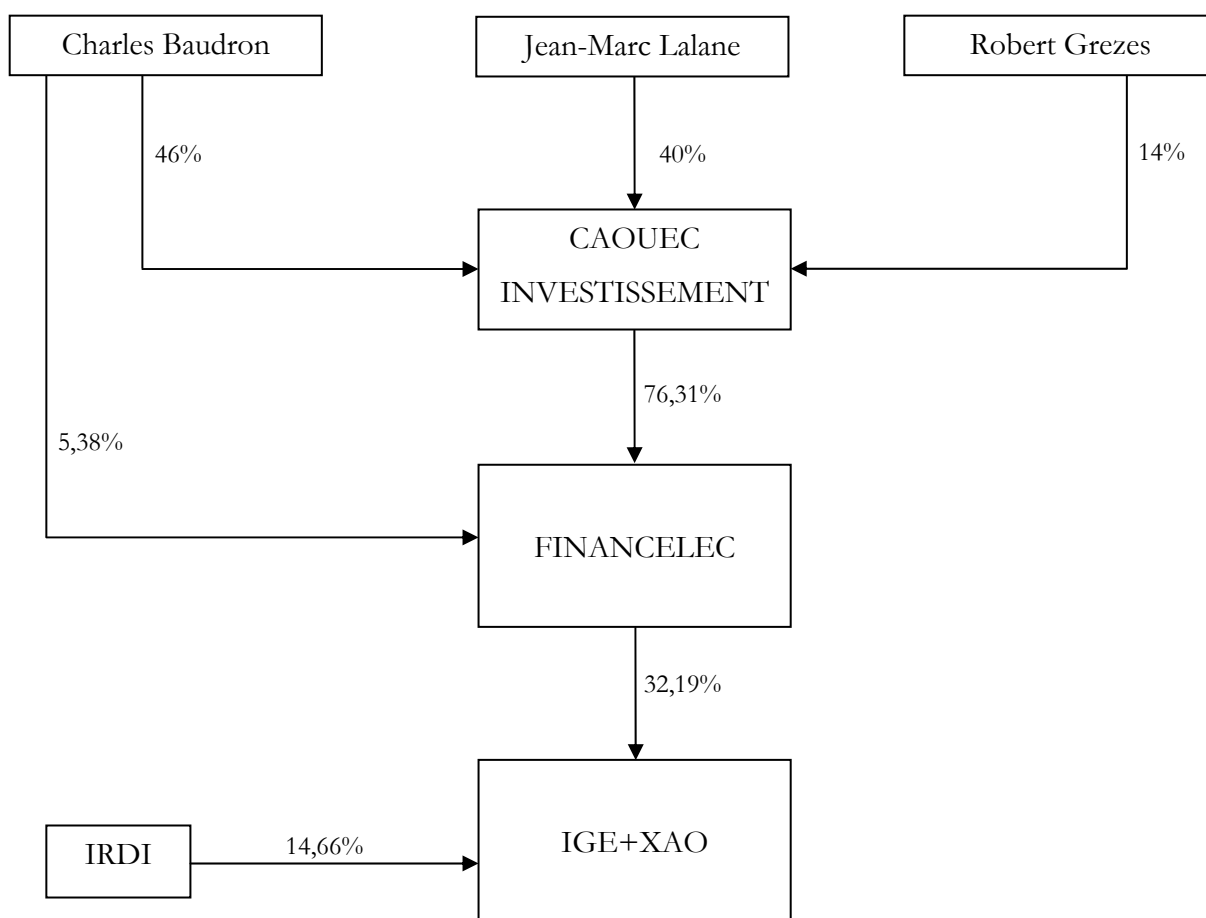
Il existe une multitude d'indices de pouvoir. Andjiga, Chantreuil et Lepelley (2003) présentent les indices suivants : l'indice de Banzhaf, l'indice de Johnston, l'indice de Deegan-Packel, l'indice de Holler-Packel, l'indice de Curiel, l'indice de Colomer-Martinez, l'indice d'Andjiga-Berg et l'indice de Chakravarty. Il est alors logique de se demander sur la base de quels critères le choix d'un indice particulier devrait se faire. Felsenthal et Machover (1995) et Felsenthal et Machover (1998) proposent de considérer des propriétés « naturelles », appelées postulats, qu'un indice « raisonnable » devrait vérifier. Andjiga et *al.* (2003) considèrent trois postulats essentiels : la monotonie, le transfert et le bloc. Le postulat de la monotonie se réfère au

fait que le pouvoir assigné par un indice à un individu devrait être croissant avec le poids de ce dernier dans le jeu considéré. Dans le cas qui nous intéresse, le degré de contrôle d'un actionnaire devrait être d'autant plus important que le nombre de droits de vote qu'il détient est important. Le postulat de transfert indique qu'un individu ne pourra pas augmenter son pouvoir en donnant une partie de son poids à un autre individu. Un actionnaire ne pourra pas augmenter sa part de pouvoir en transférant une partie de ses droits de vote à un autre actionnaire. Finalement, le postulat du bloc tient au fait que lorsque deux individus s'associent, le pouvoir qu'ils exercent conjointement doit être au moins aussi important que la somme des pouvoirs de chaque individu. Si deux actionnaires s'associent dans un vote, le contrôle conjoint qu'ils exerceront sera au moins aussi important que la somme de leur contrôle individuel sur la firme. La vérification de ces trois critères conduit à retenir deux indices : celui de Banzhaf et celui de Shapley-Shubik. Nous avons décidé d'utiliser l'indice de Shapley-Shubik, car ce dernier présente un comportement plus « réaliste » lorsqu'il est appliqué à des jeux dits « océaniques ». Un jeu est dit « océanique » lorsqu'une partie des joueurs est constituée de joueurs identifiables et l'autre partie de joueurs « atomiques » dont le poids individuel dans le jeu tend vers zéro par valeur positive. Ce concept est important, car il correspond à la situation d'une entreprise cotée avec quelques actionnaires identifiables et un « océan » d'actionnaires atomiques constitué par le public. Edwards et Weichenrieder (2004) présentent un exemple illustrant le comportement des deux indices dans le cas de jeux « océaniques ». Supposons qu'un actionnaire détienne 45% des droits de vote et que le reste de l'actionnariat soit composé de 55 actionnaires détenant chacun 1% des droits de vote. L'indice de Shapley-Shubik appliqué à cette situation donne 80,41% du contrôle pour l'actionnaire principal et 0,355% pour chaque actionnaire détenant 1% des droits de vote. L'indice de Banzhaf assignera 100% du contrôle à l'actionnaire détenant 45% des droits de vote et 0% du contrôle pour les 55 autres actionnaires. De ce fait, l'indice de Banzhaf ne tient pas du tout compte du fait que l'actionnaire principal ne détient pas la majorité des droits de vote et que même s'il sera le plus souvent décisif, il n'est pas impossible que son vote soit contesté par les actionnaires minoritaires.

## ANNEXE 1.2 : CALCUL DU DEGRÉ DE CONTRÔLE DANS LES PYRAMIDES

Le contrôle d'une entreprise peut s'effectuer au travers d'une chaîne de participation entre une ou plusieurs sociétés (une pyramide de participation). La présence d'une pyramide pose le problème de la répartition du contrôle entre les divers actionnaires. La Porta et *al.* (1999) proposent d'utiliser le principe du lien le plus faible. Ce principe consiste à ne retenir, dans une chaîne de participation, que la part de droit de vote minimal ; le calcul ne se fait que pour un actionnaire qui sera désigné comme l'ultime détenteur du contrôle de l'entreprise. Récemment, Edwards et Weichenrieder (2004) ont critiqué cette méthode et proposé une alternative reposant sur le calcul de l'indice de Shapley-Shubik. La méthode consiste à calculer l'indice de Shapley-Shubik à chaque niveau de la pyramide pour chaque actionnaire, avant de faire le produit des indices le long de chaque chaîne de participation.

Nous présentons ici les deux modes de calcul dans le cas concret de la société IGE+XAO introduite le 6 mars 1997 sur le nouveau marché. La figure 1.1 donne la répartition des droits de vote de la société entre les principaux actionnaires et les deux holdings constituant le groupe.



**Figure 1.1. Exemple société IGE+XAO**

La société IGE+XAO est détenue indirectement par trois actionnaires principaux, messieurs Baudron, Grezes et Lalane qui détiennent respectivement 46%, 40% et 14% de la société Caouec Investissement. Cette dernière société détient la majorité des droits de vote de Financelec qui elle-même détient 32,19% des droits de vote de IGE+XAO. Monsieur Baudron détient par ailleurs 5,38% des droits de vote de Financelec. La société de capital-risque IRDI détient directement 14,66% des droits de vote. Le reste du capital, soit 53,15%, est dispersé dans le public.

### ***A-Méthode du lien le plus faible***

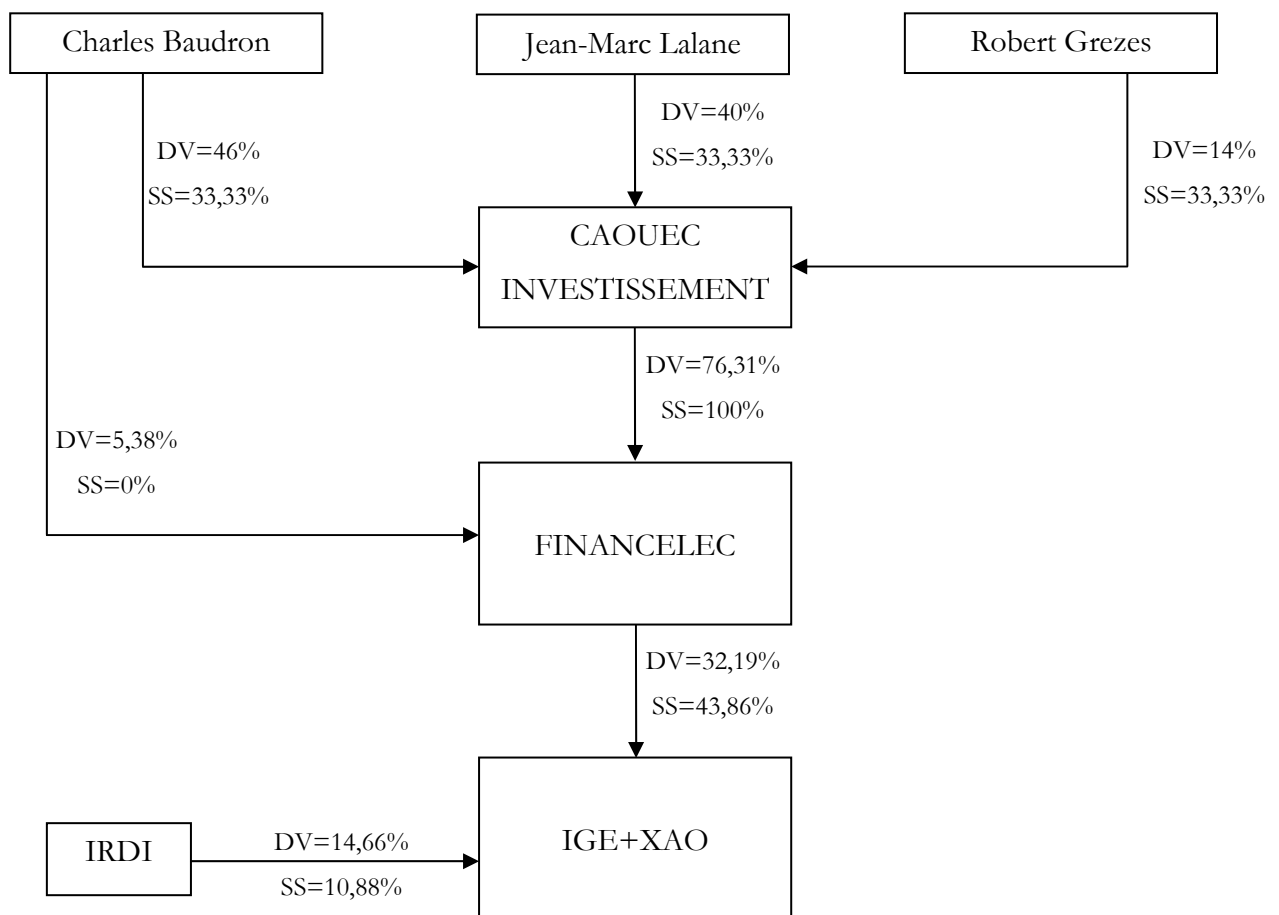
La méthode du lien le plus faible nous conduit à identifier un seul et unique actionnaire ultime disposant du contrôle à un seuil déterminé. Les seuils retenus dans la littérature sont généralement de 10% ou 20%. À chaque niveau de la pyramide, on élimine les actionnaires dont la part des droits de vote est inférieure au seuil retenu. Au seuil de 20% par exemple, la part des droits de vote de la société IRDI ne compte plus et il reste la seule société Financelec. Dans le capital de celle-ci, nous sommes amenés à ne retenir que la participation de Caouec Investissement, qui est la seule qui soit supérieure à 20%. En bout de chaîne, nous avons trois actionnaires dont deux qui détiennent une participation supérieure à 20%. Nous retiendrons comme actionnaire détenant le contrôle ultime monsieur Baudron, qui possède la part la plus élevée des droits de vote de Caouec Investissement. Nous lui assignerons comme degré de contrôle la valeur du lien le plus faible dans la chaîne de participation allant de lui-même à IGE+XAO :  $\min(46\%, 76,31\%, 32,19\%) = 32,19\%$ . Cet exemple qui, rappelons-le, est un cas réel, montre bien l'incohérence de cette méthode qui assigne à monsieur Baudron le contrôle de la totalité des droits de vote que Financelec détient dans IGE+XAO. Il est clair que dans cette société, monsieur Baudron n'est pas le seul dont la voix compte, monsieur Lalane détenant quasiment le même nombre de droits de vote. Remarquons pour finir que Robert Grezes détient une minorité de blocage qui empêche les deux autres actionnaires de prendre des décisions unilatérales et à ce titre, il devrait se voir assigner la même part du pouvoir que les deux autres.

### ***B-Méthode d'Edwards et Weichenrieder (2004)***

Cette méthode est proche des méthodes dites « matricielles » dans lesquelles les droits de vote comme les droits aux *cash-flows* sont multipliés le long des chaînes de contrôle. La différence fondamentale est qu'il est retenu à chaque niveau un seuil explicite au-delà duquel le contrôle est assigné en totalité à l'actionnaire dont la part des droits de vote excède ce seuil. Ce dernier est généralement de 50% des droits de vote plus une voix. Ainsi, à chaque niveau, si un actionnaire



détient plus de la moitié des droits de vote, on lui assigne la totalité du contrôle à ce maillon de la chaîne. La méthode proposée par Edwards et Weichenrieder (2004) est identique dans son principe de calcul. L'amélioration tient à l'utilisation, non pas des pourcentages de droits de vote détenus, mais des indices de Shapley-Shubik calculés pour chaque actionnaire à chaque niveau de la chaîne de participation. La méthode ainsi proposée présente deux avantages par rapport à la méthode du lien le plus faible. Le premier avantage est que nous sommes en mesure de calculer une estimation du contrôle exercé par chaque actionnaire. Le deuxième est que nous disposons d'une mesure du contrôle qui tient compte de la répartition des droits de vote. Pour illustrer la méthode, nous avons reproduit la structure de propriété de la société IGE+XAO présentée dans la figure 1.1. Nous avons ajouté les indices de Shapley-Shubik (notés SS) en dessous des droits de vote (notés DV) correspondants pour chaque actionnaire. Nous avons utilisé, pour les calculs, l'indice de Shapley-Shubik dans sa version dite « océanique », pour tenir compte du poids de la part du capital détenue par le public.



**Figure 1.2. Calcul du degré de contrôle selon la méthode d'Edwards et Weichenrieder (2004)**

Une fois les indices calculés, il ne reste plus qu'à effectuer le produit de ces derniers le long des chaînes de contrôle correspondant à chacun des trois actionnaires. Dans cet exemple, le degré de contrôle obtenu est :  $33,33\% \times 100\% \times 43,86\% \approx 14,62\%$  pour chacun d'entre eux (messieurs Baudron, Lalanne et Grezes). Ainsi, la prise en compte des indices de Shapley-Shubik assigne le même degré de contrôle aux trois actionnaires au sommet de la pyramide et en plus, elle nous permet de voir que la société IRDI, avec un indice de 10,78%, exerce une influence comparable sur l'entreprise.

**Tableau 1.1. Synthèse des hypothèses proposées pour justifier l'existence des engagements de conservation**

Auteurs	Hypothèse soutenue par un modèle	Hypothèse sur l'existence des engagements de conservation	Relation avec la longueur des engagements de conservation
Courteau (1995)	Oui	Signal de la valeur de la firme	Relation positive avec l'asymétrie d'information
Brau, Lambson et McQueen (2005)	Oui	Signal de la valeur de la firme	Relation positive avec l'asymétrie d'information Relation négative avec le risque idiosyncratique
Brav et Gompers (2003)	Non	Signal de la valeur de la firme	Relation positive avec le pourcentage de révision du prix définitif par rapport au milieu de la fourchette
		Aléa moral	Relation positive avec l'asymétrie d'information concernant les actions des actionnaires internes après l'introduction en bourse
Mohan et Chen (2001)	Non	Extraction d'un surplus de rémunération par la banque introductrice	Relation positive avec le rang de la banque introductrice
		Exigence d'investisseurs influents pour les émetteurs particulièrement risqués	Relation négative avec la sous-évaluation initiale et en forme de U inversé avec le risque présenté par l'émetteur

**Tableau 1.2. Synthèse des études empiriques disponibles sur les engagements de conservation**

Auteurs	Marché étudié	Période étudiée	N	Variable dépendante	Variables indépendantes	Signe attendu	Signe trouvé	Méthode économétrique
Brau, Lambson et McQueen. (2005)	États-Unis	1988-1999	7292 <sup>a</sup>	Durée de l'engagement de conservation en jours	Log (Chiffre d'affaires)	-	-	Régression Tobit
					Émission inclut des warrants (0/1)	-	-	
					Émission est une introduction (0/1)	+	+	
					Entreprise financière (0/1)	-	+	
					Secteur réglementé par l'État (0/1)	-	-	
					Secteur de la haute technologie (0/1)	+	ns	
					Prestige de la banque introductrice	-	-	
					Auditeur des comptes fait partie du top 6 (0/1)	-	-	
					Présence d'entreprises de capital-risque (0/1)	-	-	
					Risque spécifique de la firme	-	-	
Goergen, Renneboog et Khurshed (2006)	Nouveau marché français	1999-2000	619 <sup>b</sup>	Durée de l'engagement de conservation en jours et variable catégorielle selon le type d'engagement retenu <sup>c</sup>	Flottant	?	+	régression logistique multinomiale <sup>c</sup>
					% du capital détenu par l'actionnaire	?	+	
					L'actionnaire est un fondateur (0/1)	?	ns	
					L'actionnaire n'est pas un manager (0/1)	?	+	
					L'actionnaire est un manager (0/1)	?	+	
					L'actionnaire est une entreprise de capital-risque (0/1)	?	-	
					L'entreprise est financée par capital-risque (0/1)	?	+	
					Âge de l'entreprise	-	-	
					Log (valeur de marché au prix définitif)	-	-	
					Révision du prix d'introduction	+	ns	
Actifs incorporels/actifs tangibles	+	ns						
Sous-évaluation initiale	-	-						
Goergen, Renneboog et Khurshed (2006)	Nouveau marché allemand ( <i>Neuer markt</i> )	1997-2000	2361 <sup>b</sup>	Durée de l'engagement de conservation en jours	Flottant	?	ns	régression logistique multinomiale <sup>c</sup>
					% du capital détenu par l'actionnaire	?	ns	
					L'actionnaire est un fondateur (0/1)	?	+	
					L'actionnaire n'est pas un manager (0/1)	?	+	
					L'actionnaire est un manager (0/1)	?	-	
					L'actionnaire est une entreprise de capital-risque (0/1)	?	ns	
					L'entreprise est financée par capital-risque (0/1)	?	-	
					Âge de l'entreprise	+	-	
					Log (valeur de marché au prix définitif)	+	-	
					Révision du prix d'introduction	+	-	
Actifs incorporels/actifs tangibles	+	+						
Sous-évaluation initiale	-	-						
Rang de la banque introductrice	?	+						

Suite du tableau 1.2 sur la page suivante

**Tableau 1.2. Synthèse des études empiriques disponibles sur les engagements de conservation (suite)**

Auteurs	Marché étudié	Période étudiée	N	Variable dépendante/ échantillons comparés	Variables indépendantes / moyennes ou proportions comparées	Signe attendu	Signe trouvé	Méthode économétrique
Mohan et Chen (2001)	États-Unis	1990-1992	729	Sous-évaluation initiale	Montant de l'introduction en bourse	+	-	Régression des moindres carrés ordinaires
					Risque spécifique	+	+	
					Réputation de la banque introductrice	-	-	
					Longueur de l'engagement de conservation en jours (Longueur de l'engagement de conservation en jours) <sup>2</sup>	+	-	
						+	+	
					Fourchette de rémunération de la banque introductrice	+	+	
					Actif net total	-	-	
Brav et Gompers (2003)	États-Unis	1988-1996	1663	Logarithme de la durée de l'engagement de conservation en jours	L'entreprise est financée par capital-risque (0/1)	-	-	Régression des moindres carrés ordinaires
					Log (valeur de marché au prix définitif)	?	-	
					Fraction du capital inaccessible	?	ns	
					<i>Book-to-Market</i>	-	-	
					<i>Cash-flow</i> opérationnel / chiffre d'affaires	-	-	
					Rang de la banque introductrice	?	-	
					Actions nouvelles / nombre total d'actions cédées	?	+	
					Flottant	?	ns	
Variables dichotomiques pour chaque année	?	ns						
Espenlaub, Goergen et Khurshed (2001)	<i>London Stock Exchange</i>	1992-1998	188	Échantillon de firmes appartenant au secteur de la haute technologie (N=83) / échantillon de firme n'appartenant pas à ce secteur (N=105)	Proportion d'administrateurs avec un engagement de conservation		ns	Tests de différence de moyenne (test t) et de proportion (test z) paramétriques
					Proportion « d'autres actionnaires » avec un engagement de conservation		ns	
					Part du capital total représentée par les actions des administrateurs sous engagement de conservation	+ <sup>d</sup>	ns	
					Part du capital total représentée par les actions des « autres actionnaires » sous engagement de conservation		ns	
					Longueur moyenne de l'engagement de conservation des administrateurs		+	

Lorsqu'une variable est dichotomique, nous l'indiquons par la mention « (0/1) », qui signifie que la variable utilisée prend la valeur 1 si la proposition la précédant est vraie et 0 si elle est fausse. La mention « ns » signifie que la variable ou la différence n'est pas statistiquement significative. Le point d'interrogation dans la colonne « Signe attendu » signifie que les auteurs présentent deux hypothèses alternatives sans se décider pour l'une d'elles.

<sup>a</sup> À cause de problèmes de données manquantes, l'échantillon utilisé dans les régressions est réduit à 5 018 entreprises dont 2 463 sont des introductions en bourse et 2 555 sont des émissions de capital de firmes déjà cotées.

<sup>b</sup> L'échantillon est composé d'actionnaires et non d'entreprises. Pour le nouveau marché, le nombre d'entreprises initialement collecté était de 135 mais étant donné qu'avant le 1<sup>er</sup> décembre 1998 les engagements de conservation réglementaires étaient tous de trois ans, les auteurs se sont restreints aux introductions postérieures à cette date. Ils ne précisent pas le nombre de firmes correspondant à ce sous-échantillon d'actionnaires. Nous estimons ce nombre à 78 d'après notre échantillon qui est semblable à celui des auteurs. Concernant l'Allemagne, les 1 169 actionnaires correspondent à un échantillon de 268 entreprises sur la période 1997-2000.

<sup>c</sup> Étant donné la dépendance existant entre le pourcentage d'actions bloquées et la longueur de l'engagement de conservation imposé par les autorités boursières françaises sur le nouveau marché, les auteurs testent un modèle multinomial donnant lieu à plus d'une équation. L'interprétation d'un tel modèle doit être faite équation par équation. La nécessité de synthétiser les résultats des différentes études présentées nous a conduits à ne reporter que les résultats de la régression des moindres carrés pour le marché français. Nous évoquons néanmoins les résultats obtenus par ces auteurs concernant ce point dans l'article.

<sup>d</sup> Le signe attendu correspond au signe de la différence de moyenne entre l'échantillon de firmes du secteur de la haute technologie et l'échantillon de firmes n'appartenant pas à ce secteur.

**Tableau 1.3. Variables utilisées dans l'étude**

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
R&D	H1a	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise a effectué des dépenses de recherche et développement lors du dernier exercice précédent l'introduction en bourse et 0 dans le cas contraire
AGE	H1b	-	Nombre d'années séparant la date d'introduction en bourse et l'immatriculation au registre du commerce
NBAF	H1c	-	Logarithme du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision un an au plus après la date de l'introduction en bourse sur un exercice se terminant au moins six mois après cette même date
RANGITM	H1d	-	Mesure du rang de l'établissement introducteur pouvant prendre les valeurs 1 à 4. La valeur prise correspond au quartile d'appartenance de l'établissement sur la valeur moyenne des capitaux levés par les firmes introduites en bourse par ce dernier sur la période 1996-2000. L'appartenance au 1 <sup>er</sup> quartile donne un score de 1, l'appartenance au 2 <sup>e</sup> quartile donne un score de 2, etc.
CCFDIV	H2a	+	Divergence entre la participation dans le capital et le degré de contrôle exercé par l'actionnaire le plus influent. En notant $SS_1$ l'indice de Shapley-Shubik et $CF_1$ la part d'action détenue, on a : $CCFDIV = \frac{SS_1 - CF_1}{SS_1}$
CONTSEC	H2b	+	Concentration de l'indice de Shapley-Shubik du premier actionnaire tenant compte de la contestabilité du contrôle par le second actionnaire. Soit $SS_1$ et $SS_2$ les indices de Shapley-Shubik respectivement du premier et deuxième actionnaire : $CONTSEC = \frac{SS_1 - SS_2}{1 - SS_1 - SS_2}$
EXTCA	H2c	-	Proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration
NBADMCA	H2d	+	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration
SURINV	H2e	+	Risque de surinvestissement lié à des <i>free cash-flows</i> après distribution de dividendes excessifs au regard des opportunités d'investissement de la firme. Cette variable est calculée en croisant le niveau des <i>free cash-flows</i> avec le niveau du <i>book-to-market</i> . Chaque entreprise se voit attribuer un score correspondant au numéro de son décile d'appartenance sur chacune des deux variables. La variable SURINV est calculée en retranchant du score sur les <i>free cash-flows</i> le score sur les opportunités de croissance. Les déciles ont été constitués séparément pour le second marché et le nouveau marché
INEFFORGA	H2f	+	Mesure de l'inefficience organisationnelle. Cette variable est calculée en croisant le niveau de participation dans le capital du P-DG avec la part d'administrateurs qui lui sont liés dans le conseil d'administration. Chaque entreprise se voit attribuer un score correspondant au numéro de son décile d'appartenance sur chacune des deux variables. La variable INEFFORGA est calculée en retranchant du score sur la proportion d'administrateurs liés le score sur la participation dans le capital. Les déciles ont été constitués séparément pour le second marché et le nouveau marché
CAPRIS	H3	-	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque au moins une entreprise de capital-risque détient un siège au conseil d'administration
SOUSEVA	H4	±	Sous-évaluation initiale calculée en prenant le pourcentage de variation entre le cours de clôture du dixième jour après l'introduction et le prix définitif d'introduction
TAILLE	CONTROLE	-	Valeur nette comptable des actifs de l'entreprise pour le dernier exercice comptable complet avant la date d'introduction en bourse
IDIORIS	CONTROLE	-	Variable mesurant le risque spécifique de la firme défini comme l'écart type des rentabilités boursières anormales sur les 60 jours suivants à partir du dixième jour après l'introduction en bourse
CLUST	CONTROLE	±	Mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise : $\frac{\text{Nombre d'introductions sur les 9 mois autour du mois d'introduction}}{\text{Nombre total d'introductions sur la période du 09/1995 au 04/2001}}$
TECH	CONTROLE	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie (codes SIC : 48, 283, 357, 365-367, 376, 382, 384, 737, 8731) et 0 autrement
DETTEFI	CONTROLE	-	Rapport des dettes financières sur le total de l'actif net comptable
BTM	CONTROLE	+	Rapport entre la valeur comptable des capitaux propres figurant au bilan du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse et la capitalisation boursière définie comme le produit du prix d'offre définitif et du nombre d'actions composant le capital social de l'entreprise après introduction

**Tableau 1.4. Pourcentage du capital bloqué et répartition des entreprises selon les types d'engagements de conservation**

<b>Panel A – Pourcentage du capital des entreprises bloqué par un engagement de conservation</b>						
	N	Moyenne	Médiane	Écart type		
Second marché	24	53,22	64,85	27,36		
Nouveau marché	134	51,42	52,45	16,44		

<b>Panel B - Caractéristiques des engagements de conservation pour les entreprises du second marché</b>						
	Longueur des engagements en jours					
	0	180	292	360	380	450
Nombre d'entreprises	134	10	1	11	1	1
% moyen du capital bloqué	-	59,70	74,86	47,76	73,48	69,33

<b>Panel C - Caractéristiques des engagements de conservation pour les dirigeants et les entreprises de capital-risque du nouveau marché</b>						
Caractéristique des engagements	Directeur général et managers		Directeur général et managers		Entreprises de capital-risque	
	Échantillon après le 10/12/1998		Échantillon		Échantillon	
	N	% capital bloqué	N	% capital bloqué	N	% capital bloqué
0 j	0	-	0	-	28	-
180 j - 100%	20	26,81	20	26,81	20	19,87
210 j - 100%	0	-	0	-	1	30,8
270 j - 80%	0	-	0	-	1	26,51
270 j - 100%	0	-	0	-	2	25,26
360 j - 80%	45	37,99	45	37,99	5	16,55
360 j - 100%	8	24,54	8	24,54	13	17,11
380 j - 100%	0	-	0	-	2	43,88
450 j - 100%	0	-	0	-	2	30,33
540 j - 100%	1	14,49	1	14,49	2	41,96
720 j - 80%	0	-	1	69,69	1	16,1
720 j - 100%	1	7,45	2	10,32	2	31,56
1080 j - 80%	2	19,13	55	28,61	0	-
1080 j - 100%	0	-	2	6,37	1	25,26
	Total	Moyenne	Total	Moyenne	Total	Moyenne
	77	15,41	134	27,35	80	27,01

Ce tableau présente la part du capital bloqué par les engagements de conservation sur chaque marché (panel A) et la répartition des entreprises sur les deux marchés selon les caractéristiques des engagements de conservation (panels B et C). Le panel A nous donne la part moyenne du capital après introduction concernée par un engagement de conservation tous actionnaires confondus. Le panel B présente la fréquence des entreprises en fonction de la longueur de l'engagement de conservation adopté. La seconde ligne donne la moyenne du capital bloqué correspondant à chaque engagement. Les engagements de conservation retenus ont pour origine la banque introductrice et tous ceux qui n'ont pas pu faire l'objet d'un classement certain. Le panel C nous donne la même information que le panel B. Ces engagements de conservation sont caractérisés par leur longueur en jours et le pourcentage de la participation de l'actionnaire qui est sujette à l'interdiction à la vente (par exemple, 180 j - 100 % représente un engagement de conservation d'une durée de 180 jours sur 100% des actions détenues par l'actionnaire concerné). Les deux premières colonnes concernent les engagements de conservation des dirigeants des 77 entreprises introduites après le 10 décembre 1998. Les deux suivantes reportent ces mêmes chiffres pour l'échantillon entier. Finalement, les deux dernières colonnes donnent la répartition des entreprises selon les engagements pris par les entreprises de capital-risque sur un sous-échantillon de 80 introductions en bourse bénéficiant de la présence du capital investissement. Les colonnes intitulées « N » correspondent aux fréquences et celles qui sont intitulées « % capital bloqué » correspondent à la part moyenne du capital bloquée pour chaque sous-groupe (par exemple, pour le capital-risque, les actions incessibles des 13 entreprises ayant choisi un engagement de 360 jours pour 100 % représentent une moyenne de 17,11% du capital après introduction de ces entreprises).

**Tableau 1.5. Statistiques descriptives de l'introduction et des caractéristiques des firmes**

	Second marché				Nouveau marché				
<b>Panel A – Variables liées à l'introduction</b>	N	Moyenne	Médiane	Écart type	N	Moyenne	Médiane	Écart type	t Student
Capitaux levés (en M€) <sup>(1)</sup>	158	11,72	6,84	13,99	134	20,52	11,28	25,11	3,61***
Capitalisation boursière (en M€) <sup>(2)</sup>	158	59,77	37,50	61,20	134	85,33	45,32	117,27	2,27**
Proportion d'actions nouvelles cédées (%) <sup>(3)</sup>	158	35,14	29,74	36,62	134	79,32	83,33	23,20	12,49***
Part du capital cédée au public (%) <sup>(4)</sup>	158	19,49	17,13	10,18	134	27,90	27,37	11,20	6,71***
Sous-évaluation initiale (%) <sup>(5)</sup>	158	21,30	10,44	31,07	134	31,27	12,32	61,47	1,70*
Âge de la firme (en nombre d'années) <sup>(6)</sup>	158	17,04	12,00	15,54	134	7,75	7,00	5,70	-6,98***
Nombre d'analystes financiers <sup>(7)</sup>	102	4,85	4,00	3,29	101	4,14	3,00	2,48	-1,75*
Bêta de Dimson <sup>(8)</sup>	158	0,97	0,81	1,25	134	1,70	1,76	1,82	3,90***
Risque spécifique <sup>(9)</sup>	158	6,10	5,29	4,11	134	18,21	15,76	12,91	10,42***
<b>Panel B – Variables financières</b>	N	Moyenne	Médiane	Écart type	N	Moyenne	Médiane	Écart type	t Student
Chiffre d'affaires (en M€)	158	82,79	33,84	145,33	134	15,96	9,49	28,06	-5,66***
Recherche et développement (% du CA)	158	1,72	0,00	3,30	134	26,54	2,79	119,29	2,41**
Marge bénéficiaire (EBE en % du CA) <sup>(10)</sup>	158	15,08	12,28	12,42	134	-412,72	11,23	3746,42	-1,32
Free cash-flow (en % de l'actif)	140	4,08	4,77	11,72	120	-1,51	2,27	19,53	-2,74***
Immob. corporelles nettes (en % de l'actif)	158	18,40	15,41	16,20	134	11,71	6,80	12,99	-3,84***
Actif net (en M€)	158	62,43	25,31	106,42	134	15,86	7,73	30,25	-5,26***
Book-to-market (%) <sup>(11)</sup>	158	24,56	19,14	19,74	134	6,55	5,05	6,40	-10,82***
<b>Panel C – Variables liées à la gouvernance</b>	N	Moyenne	Médiane	Écart type	N	Moyenne	Médiane	Écart type	t Student
Part du capital du premier actionnaire (%)	158	58,97	60,93	23,35	134	36,2	30,65	19,99	-8,98***
Part du contrôle du premier actionnaire (%) <sup>(a)</sup>	158	84,34	100,00	28,41	134	57,39	40,03	35,00	-7,14***
Excès de contrôle du premier actionnaire (%)	158	29,06	26,82	17,68	134	30,69	30,79	18,67	0,76
Administrateurs liés au premier actionnaire (%)	158	51,77	50,00	27,97	134	32,73	25,00	23,55	-6,32***
Part du capital du P-DG (%)	158	53,36	58,725	29,36	134	31,18	26,30	22,06	-7,36***
Part du contrôle du P-DG (%) <sup>(a)</sup>	158	73,24	100,00	39,56	134	45,478	29,89	38,29	-3,56***
Excès de contrôle du P-DG (%)	158	23,74	21,18	18,18	134	24,86	23,53	21,46	0,48
Administrateurs liés au P-DG (%)	158	46,40	40,00	30,77	134	30,70	25,00	23,70	-4,92***
Part du capital du second actionnaire (%)	158	9,71	6,62	10,43	134	13,55	12,19	8,73	1,10
Part du contrôle du second actionnaire (%) <sup>(a)</sup>	158	4,28	0,00	9,02	134	10,14	8,58	10,34	5,12***
Excès de contrôle du second actionnaire (%)	158	1,76	0,00	7,03	134	6,87	0,00	13,55	3,94***
Administrateurs liés au second actionnaire (%)	158	10,40	0,00	12,58	134	16,08	16,67	13,19	2,27**
Actionnariat du capital-risque (%) <sup>(b)</sup>	158	6,90	0,00	12,59	134	13,43	6,82	16,37	3,77***
Actionnariat du capital-risque (%) <sup>(c)</sup>	63	17,30	11,81	14,78	80	22,49	18,43	15,65	2,02**
Contrôle du capital-risque (%) <sup>(a)(c)</sup>	63	8,06	0,00	18,74	80	10,16	7,17	10,66	0,85
Administrateurs liés au capital-risque (%) <sup>(c)</sup>	63	14,09	10,00	17,47	80	22,00	25,00	21,80	2,41**
Part d'administrateurs externes (%)	158	14,79	0,00	20,73	134	10,00	0,00	17,51	-2,14**
Nombre d'administrateurs	158	4,93	4,00	2,18	134	5,06	4,00	1,99	-1,26

Ce tableau présente des statistiques descriptives sur les caractéristiques des opérations d'introduction en bourse et des firmes correspondantes. Nous présentons les résultats séparément pour le second et le nouveau marché. La colonne N reporte le nombre d'observations non manquantes. Pour chaque caractéristique, nous présentons les résultats d'un test de Student de différence de moyenne entre le second et le nouveau marché. Ce test tient compte le cas échéant d'une différence significative de variance entre les deux marchés, révélée par un test de Levene.

<sup>(1)</sup>Les capitaux levés correspondent au produit du prix définitif d'introduction en bourse par le nombre d'actions totales vendues.

<sup>(2)</sup>La capitalisation boursière est calculée en multipliant le nombre d'actions composant le capital de l'entreprise après introduction par le prix d'introduction définitif.

<sup>(3)</sup>La proportion d'actions nouvelles cédées représente le rapport entre le nombre d'actions émises à l'occasion de l'introduction en bourse et le nombre total d'actions cédées.

<sup>(4)</sup>La part du capital cédée au public se définit comme le rapport entre le nombre d'actions vendues et le nombre d'actions composant le capital de l'entreprise après introduction en bourse.

<sup>(5)</sup>La sous-évaluation initiale est calculée en prenant le cours de clôture du dixième jour suivant la date d'introduction divisé par le prix définitif d'introduction.

<sup>(6)</sup>L'âge de la firme est calculé en partant de l'année d'immatriculation au registre du commerce.

<sup>(7)</sup>Il s'agit du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision de BPA pour un exercice comptable consécutif à l'introduction en bourse et le plus proche possible dans le temps.

<sup>(8)</sup>Le bêta de Dimson est calculé avec un indice équipondéré sur une période de 60 jours consécutifs au dixième jour suivant l'introduction. L'indice utilisé est calculé sur la totalité des entreprises présentes dans la base BDM d'Euronext.

<sup>(9)</sup>Le risque spécifique correspond à l'écart type des résidus d'une régression linéaire des rentabilités de l'entreprise sur les rentabilités d'un indice pondéré calculé sur l'ensemble des entreprises présentes dans la base BDM d'Euronext.

<sup>(10)</sup>La marge bénéficiaire correspond à la part de l'excédent brut d'exploitation dans le chiffre d'affaires total de l'entreprise.

<sup>(11)</sup>Le *book-to-market* est le rapport entre la valeur comptable des capitaux propres et la capitalisation boursière calculée à l'aide du prix d'offre définitif.

<sup>(a)</sup>Pour chaque actionnaire, la part du contrôle est définie comme l'indice de Shapley-Shubik calculé en tenant compte des structures pyramidales. <sup>(b)</sup>Les chiffres sont inconditionnés à la présence d'entreprises de capital-risque. <sup>(c)</sup>Les chiffres sont conditionnés à la présence d'entreprises de capital-risque dans l'actionnariat.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.



**Tableau 1.6. Répartition de l'échantillon par année et par industrie**

Panel A – Répartition des entreprises par année d'introduction							
Année d'introduction	Second marché		Nouveau marché		Échantillon total		
	N	%	N	%	N	%	
1996	25	15,82	10	7,46	35	11,99	
1997	32	20,25	14	10,45	46	15,75	
1998	64	40,51	35	26,12	99	33,9	
1999	25	15,82	30	22,39	55	18,84	
2000	12	7,59	45	33,58	57	19,52	
Total	158	100	134	100	292	100	

Panel B – Répartition des entreprises par secteur d'activité							
Secteur	Codes SIC	Second marché		Nouveau marché		Échantillon total	
		N	%	N	%	N	%
Biens de consommation durables	25, 30, 36, 37, 50, 55, 57	31	19,62	22	16,42	53	18,15
Biens intermédiaires	34, 35, 38	20	12,66	10	7,46	30	10,27
Commerce et industrie textile	22, 23, 31, 51, 53, 56, 59	23	14,56	6	4,48	29	9,93
Construction	15, 16, 17, 32, 52	6	3,8	0	0	6	2,05
Finance et immobilier	60-69	2	1,27	3	2,24	5	1,71
Industrie de base	10, 12, 14, 24, 26, 28, 33	16	10,13	4	2,99	20	6,85
Loisir	27,58, 70, 78, 79	12	7,59	3	2,24	15	5,14
Services	72, 73, 75, 76, 80, 82, 87, 89	30	18,99	77	57,46	107	36,64
Services d'utilité publique	46, 48, 49	2	1,27	6	4,48	8	2,74
Tabac et alimentaire	1, 2, 9, 20, 21, 54	9	5,7	3	2,24	12	4,11
Transport de marchandises	40, 41, 42, 44, 45, 47	7	4,43	0	0	7	2,4
Total		158	100	134	100	292	100
Entreprises « High-Tech »	283, 357, 365-367, 376, 382,384, 48, 737, 8731	29	17,47	79	58,96	108	36,00

Le panel A présente la répartition des entreprises par année d'introduction et par marché. Le panel B donne la répartition des entreprises par secteur d'activité et par marché à partir de la classification proposée par Campbell (1996). La dernière ligne donne la fréquence et le pourcentage des entreprises de haute technologie. Pour identifier ces entreprises, nous avons adopté la même définition que Roosenboom et Schramade (2006). La colonne intitulée « N » donne le nombre d'entreprises et la colonne « % » le pourcentage correspondant dans le total qui apparaît dans les dernières lignes des panels A et B. L'échantillon étudié se compose de 292 introductions en bourse intervenues dans la période 1996-2000 avec 158 entreprises pour le second marché et 134 pour le nouveau marché.

**Tableau 1.7. Tests de différence sur les entreprises du second marché et du nouveau marché**  
**Panel A – Différence de moyenne entre les entreprises présentant un engagement de conservation et celles qui n'en présentent pas sur le second marché**

Variables	Entreprises présentant un engagement de conservation			Entreprises ne présentant pas un engagement de conservation			Tests de différence de moyenne	
	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	t de Student	z de Wilcoxon
CCFDIV	24	40,96	40,22	134	26,93	22,72	-3,72***	-3,52***
CONTSEC	24	58,83	100,00	134	77,72	100,00	1,83*	1,68*
EXTCA	24	13,89	12,70	134	14,96	0,00	0,29	-0,51
NBADMCA	24	6,58	6,00	134	4,63	4,00	-2,97***	-3,67***
SURINV	24	6,45	0,00	118	3,30	0,00	-1,97*	-1,61
R&D	24	2,31	0,24	134	1,61	0,00	-0,79	-0,81
ÂGE	24	20,13	12,00	134	16,49	12,00	-0,91	-0,60
NBAF	21	1,47	1,61	91	1,50	1,39	0,18	0,25
RANGITM	24	2,71	3,00	134	2,03	2,00	-3,24***	-3,11***
CAPRIS	24	14,97	6,77	134	4,02	0,00	-2,81***	-4,11***
SOUSEVA	24	9,16	0,71	134	23,47	12,28	2,31**	2,85***

**Panel B – Différences de moyenne selon le choix entre les engagements de conservation réglementaires sur le nouveau marché**

Variables	Choix d'un engagement de 180 jours			Choix d'un engagement de 360 jours			Tests de différence de moyenne	
	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	t de Student	z de Wilcoxon
CCFDIV	20	29,98	26,22	45	26,81	22,71	0,64	0,47
CONTSEC	20	35,17	0,27	45	31,53	0,37	0,29	0,23
EXTCA	20	8,34	0,00	45	7,80	0,00	0,13	0,30
NBADMCA	20	5,50	5,00	45	5,11	4,00	0,74	1,27
SURINV	20	-7,39	-1,54	43	0,92	1,50	-1,36	-0,91
R&D	20	12,92	4,71	45	23,10	0,82	-0,60	0,68
ÂGE	20	9,10	6,00	45	7,27	6,00	1,00	1,32
NBAF	16	1,72	1,61	30	1,48	1,39	1,52	1,61
RANGITM	20	3,20	3,00	45	2,56	3,00	2,74***	2,56**
CAPRIS	20	17,52	12,19	45	10,39	0,00	1,42	1,91*
SOUSEVA	20	48,38	23,73	45	33,77	8,06	0,67	1,02

**Panel C – Différences de moyenne selon le choix entre un des deux engagements de conservation réglementaires d'une part et un engagement de conservation plus contraignant (durée > 360 jours et/ou pourcentage d'actions bloquées > 80%) sur le nouveau marché**

Variables	Choix d'un engagement d'une durée de 180 ou 360 jours			Choix d'un engagement d'une durée supérieure à 360 jours			Tests de différence de moyenne	
	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	t de Student	z de Wilcoxon
CCFDIV	65	27,78	24,35	12	32,27	34,77	-0,76	-0,56
CONTSEC	65	32,65	0,36	12	17,01	0,40	1,24	0,68
EXTCA	65	7,97	0,00	12	14,23	0,00	-1,00	-1,19
NBADMCA	65	5,23	4,00	12	4,92	4,50	0,53	0,27
SURINV	63	-1,64	1,50	10	-10,39	-6,63	1,45	1,56
R&D	65	19,97	1,35	12	49,78	4,44	-0,70	-1,01
ÂGE	65	7,83	6,00	12	7,33	7,00	0,29	0,05
NBAF	46	1,57	1,50	8	1,31	1,39	2,56**	1,22
RANGITM	65	2,75	3,00	12	2,83	3,00	-0,27	-0,24
CAPRIS	65	12,58	3,60	12	4,04	0,00	2,97***	1,54
SOUSEVA	65	38,27	8,86	12	16,77	3,00	1,55	0,62

**Panel D – Tests de Kruskal-Wallis sur les entreprises du nouveau marché**

Variables	Engagement de 180 jours			Engagement de 360 jours			Engagement de plus de 360 jours			Test de Kruskal-Wallis
	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	
CCFDIV	20	29,98	26,22	45	26,81	22,71	12	32,27	34,77	0,51
CONTSEC	20	35,17	0,27	45	31,53	0,37	12	17,01	0,40	0,52
EXTCA	20	8,34	0,00	45	7,80	0,00	12	14,23	0,00	1,5
NBADMCA	20	5,50	5,00	45	5,11	4,00	12	4,92	4,50	1,61
SURINV	20	-7,39	-1,54	43	0,92	1,50	10	-10,39	-6,63	3,29
R&D	20	12,92	4,71	45	23,10	0,82	12	49,78	4,44	1,43
ÂGE	20	9,10	6,00	45	7,27	6,00	12	7,33	7,00	1,81
NBAF	16	1,72	1,61	30	1,48	1,39	8	1,31	1,39	4,08
RANGITM	20	3,20	3,00	45	2,56	3,00	12	2,83	3,00	6,39**
CAPRIS	20	17,52	12,19	45	10,39	0,00	12	4,04	0,00	6,31**
SOUSEVA	20	48,38	23,73	45	33,77	8,06	12	16,77	3,00	1,36

La colonne N indique le nombre d'observations de chaque groupe. CCFDIV mesure la divergence entre le contrôle et la participation au capital du premier actionnaire de l'entreprise. CONTSEC est un indice de concentration de la structure de propriété tenant compte de la contestation du contrôle par le second actionnaire. EXTCA représente la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration. NBADMCA est le nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration de la firme. SURINV est une mesure du risque de surinvestissement : il correspond au rapport du *free cash-flow* après distribution éventuelle de dividendes et de l'actif net comptable. R&D représente les dépenses de recherche et le développement rapportées au chiffre d'affaires du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse. ÂGE est le nombre d'année séparant la date d'introduction de celle de l'immatriculation au registre du commerce. NBAF représente le logarithme du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision. RANGITM est le rang de la banque introductrice. CAPRIS représente la présence ou l'absence d'entreprises de capital-risque. SOUSEVA mesure la sous-évaluation initiale au 10<sup>e</sup> jour suivant l'introduction.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

**Tableau 1.8. Déterminants des engagements de conservation sur le second marché**

	Panel A – modèle Tobit					Panel B – modèle Logit				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
CONSTANTE	<b>-1 820,48</b> (3,04)***	<b>-1 831,32</b> (3,41)***	<b>-1 816,60</b> (3,52)***	<b>-2856,93</b> (3,44)***	<b>-2241,56</b> (3,25)***	<b>-59,62</b> (2,89)***	<b>-22,66</b> (3,76)***	<b>-17,57</b> (3,94)***	<b>-27,61</b> (3,45)***	<b>-13,62</b> (3,56)***
CCFDIV (+)	<b>5,60</b> (2,28)**	<b>7,44</b> (3,40)***	<b>7,55</b> (3,21)***			<b>0,02</b> (0,56)	<b>0,05</b> (2,33)**	<b>0,04</b> (2,22)**		
CONTSEC (+)	<b>-65,69</b> (2,28)**	<b>-69,51</b> (2,45)**	<b>-80,14</b> (2,63)***			<b>-0,55</b> (1,52)	<b>-0,35</b> (1,64)	<b>-0,35</b> (1,82)*		
LUA2 (?)	<b>225,51</b> (1,52)	<b>320,82</b> (2,18)**	<b>353,64</b> (2,30)**							
CONTSEC × LUA2	<b>33,34</b> (0,75)	<b>21,15</b> (0,50)	<b>24,28</b> (0,55)							
EXTCA (-)	<b>-2,36</b> (1,20)	<b>-2,96</b> (1,55)	<b>-2,50</b> (1,26)			<b>0,01</b> (0,49)	<b>-0,02</b> (1,28)	<b>-0,01</b> (0,39)		
NBADMCA (+)	<b>42,49</b> (2,99)***	<b>39,72</b> (2,94)***	<b>43,13</b> (2,86)***			<b>0,43</b> (1,98)**	<b>0,19</b> (1,43)	<b>0,17</b> (1,33)		
SURINV (+)	<b>252,68</b> (2,52)**	<b>194,98</b> (1,99)**	<b>211,21</b> (2,17)**			<b>6,15</b> (2,79)***	<b>3,43</b> (2,90)***	<b>2,87</b> (3,16)***		
R&D (+)	<b>110,87</b> (1,42)	<b>65,91</b> (0,90)		<b>190,74</b> (1,77)*	<b>159,87</b> (1,57)	<b>2,92</b> (2,20)**	<b>1,59</b> (2,04)**		<b>1,75</b> (2,05)**	<b>1,05</b> (1,76)*
ÂGE (-)	<b>-2,81</b> (1,19)	<b>-3,12</b> (1,56)		<b>-3,96</b> (1,23)	<b>-2,68</b> (0,89)	<b>-0,05</b> (1,33)	<b>-0,03</b> (1,45)		<b>-0,02</b> (0,89)	<b>-0,01</b> (0,60)
NBAF (-)	<b>-149,76</b> (1,85)*			<b>-293,35</b> (2,43)**		<b>-6,91</b> (2,35)**			<b>-3,12</b> (2,59)***	
RANGITM (-)	<b>46,52</b> (0,97)	<b>54,61</b> (1,25)		<b>131,44</b> (1,92)*	<b>130,47</b> (2,08)**	<b>1,98</b> (2,16)**	<b>0,54</b> (1,20)		<b>1,03</b> (2,06)**	<b>0,67</b> (1,84)*
CAPRIS (-)	<b>52,65</b> (0,58)	<b>10,51</b> (0,13)	<b>13,79</b> (0,17)	<b>274,64</b> (2,50)**	<b>287,46</b> (2,58)**	<b>2,87</b> (1,67)*	<b>1,03</b> (1,33)	<b>1,07</b> (1,50)	<b>1,88</b> (2,48)**	<b>1,49</b> (2,48)**
SOUSEVA (?)	<b>-248,39</b> (1,47)	<b>-357,08</b> (2,27)**	<b>-377,92</b> (2,34)**	<b>-264,36</b> (1,28)	<b>-568,22</b> (2,69)***	<b>-3,51</b> (1,44)	<b>-4,68</b> (2,62)***	<b>-3,47</b> (2,41)**	<b>-1,02</b> (0,68)	<b>-2,79</b> (2,37)**
IDIORIS (-)	<b>11,31</b> (1,11)	<b>10,64</b> (1,15)	<b>12,28</b> (1,33)	<b>28,12</b> (2,20)**	<b>27,95</b> (2,14)**	<b>0,68</b> (2,41)**	<b>0,16</b> (1,80)*	<b>0,17</b> (2,07)**	<b>0,27</b> (2,57)**	<b>0,17</b> (2,25)**
CLUST (?)	<b>-5,06</b> (1,24)	<b>-3,56</b> (0,99)	<b>-4,40</b> (1,11)	<b>-2,27</b> (0,44)	<b>0,38</b> (0,08)	<b>-0,14</b> (1,83)*	<b>-0,04</b> (1,21)	<b>-0,04</b> (1,22)	<b>-0,03</b> (0,85)	<b>-0,00</b> (0,03)
TECH (+)	<b>-256,89</b> (2,04)**	<b>-306,11</b> (2,57)**	<b>-261,78</b> (2,14)**	<b>-298,92</b> (1,74)*	<b>-96,05</b> (0,72)	<b>-4,46</b> (1,94)*	<b>-1,61</b> (1,43)	<b>-0,66</b> (0,70)	<b>-2,22</b> (1,73)*	<b>-0,46</b> (0,59)
DETTEFI (-)	<b>-2,04</b> (0,94)	<b>-1,30</b> (0,71)	<b>-1,79</b> (0,94)	<b>-3,92</b> (1,33)	<b>-0,22</b> (0,08)	<b>-0,13</b> (2,19)**	<b>-0,02</b> (0,98)	<b>-0,02</b> (0,95)	<b>-0,05</b> (1,81)*	<b>-0,01</b> (0,31)
TAILLE (-)	<b>168,43</b> (2,36)**	<b>137,08</b> (2,43)**	<b>147,74</b> (3,00)***	<b>276,75</b> (3,09)***	<b>148,42</b> (2,27)**	<b>6,25</b> (2,68)***	<b>1,88</b> (3,17)***	<b>1,55</b> (3,47)***	<b>2,83</b> (3,05)***	<b>0,95</b> (2,58)***
BTM (-)	<b>-6,98</b> (2,08)**	<b>-5,99</b> (2,05)**	<b>-7,33</b> (2,41)**	<b>-11,92</b> (2,65)***	<b>-8,59</b> (2,24)**	<b>-0,16</b> (2,16)**	<b>-0,06</b> (2,30)**	<b>-0,06</b> (2,21)**	<b>-0,10</b> (2,45)**	<b>-0,05</b> (2,29)**
Observations	112	158	158	112	158	112	158	158	112	158
Chi-deux	82,58***	97,51***	92,83***	82,58***	44,49***	72,27***	64,32***	56,75***	49,09***	42,23***
R2 de Cox & Snell	0,52	0,46	0,44	0,52	0,25	0,48	0,33	0,30	0,35	0,23
% correct						94,64	89,87	87,34	88,39	88,61

Le panel A présente les résultats d'une régression Tobit dont la variable dépendante est la longueur en jour des engagements de conservation. Le panel B reporte l'estimation d'un modèle Logit dont la variable dépendante prend la valeur 1 lors de la présence d'un engagement de conservation et 0 dans le cas contraire. CCFDIV mesure la divergence entre le contrôle et la participation au capital du premier actionnaire de l'entreprise. CONTSEC est un indice de concentration de la structure de propriété tenant compte de la contestation du contrôle par le second actionnaire. LUA2 est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si le second actionnaire a pris un engagement de conservation et 0 dans le cas contraire. CONTSEC × LUA2 représente le terme d'interaction entre les deux variables précédentes. EXTCA représente la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration. NBADMCA est le nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration de la firme. SURINV représente le risque de surinvestissement lié au *free cash-flow*. R&D est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la firme a entrepris des dépenses de recherche et développement. ÂGE est le nombre d'années séparant la date d'introduction de celle de l'immatriculation au registre du commerce. NBAF représente le logarithme du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision. RANGITM est le rang de la banque introductrice. CAPRIS représente la présence ou l'absence d'entreprises de capital-risque. SOUSEVA mesure la sous-évaluation initiale au 10<sup>e</sup> jour suivant l'introduction. IDIORIS est une mesure du risque spécifique de l'entreprise. CLUST est une mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise. TECH est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie et 0 dans le cas contraire. DETTEFI est le rapport des dettes financières sur le total de l'actif net comptable. TAILLE représente le logarithme népérien de l'actif net comptable. BTM est le ratio *book-to-market*. À côté du nom de chaque variable, nous rappelons le signe de la relation attendue avec les engagements de conservation. Au-dessous de chaque coefficient, nous reportons entre parenthèses la valeur du *t* de Student pour les modèles Tobit et de la statistique  $\chi^2$  pour les modèles Logit. Pour ces derniers, nous indiquons également dans la dernière ligne le pourcentage correctement identifié par le modèle.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

**Tableau 1.9. Choix entre les deux engagements réglementaires sur le nouveau marché**

	Modèle Logit : choix entre les deux engagements réglementaires					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CONSTANTE	<b>20,48</b> (3,17)***	<b>15,17</b> (2,74)***	<b>3,67</b> (1,28)	<b>4,58</b> (1,46)	<b>39,45</b> (2,24)**	<b>10,88</b> (2,45)**
CCFDIV (+)	<b>-0,03</b> (0,71)	<b>-0,05</b> (1,20)	<b>-0,02</b> (0,96)	<b>-0,02</b> (0,76)		
CONTSEC (+)	<b>-0,41</b> (1,06)	<b>-0,25</b> (0,80)	<b>0,01</b> (0,05)	<b>-0,08</b> (0,41)		
EXTCA (-)	<b>-0,02</b> (0,51)	<b>-0,03</b> (0,87)	<b>0,01</b> (0,36)	<b>-0,00</b> (0,16)		
NBADMCA (+)		<b>0,27</b> (0,77)	<b>-0,22</b> (1,05)	<b>-0,05</b> (0,22)		
SURINV (+)		<b>-2,19</b> (1,54)	<b>-0,44</b> (0,55)	<b>-0,37</b> (0,45)		
R&D (+)	<b>-0,80</b> (0,71)	<b>0,33</b> (0,36)			<b>-1,44</b> (0,89)	<b>0,36</b> (0,43)
ÂGE (-)	<b>-0,14</b> (2,04)**	<b>-0,11</b> (1,50)			<b>-0,27</b> (1,97)**	<b>-0,14</b> (2,27)**
NBAF (-)	<b>2,85</b> (1,38)				<b>4,64</b> (2,07)**	
RANGITM (-)	<b>-2,81</b> (2,41)**	<b>-2,22</b> (2,16)**			<b>-2,95</b> (2,28)**	<b>-0,92</b> (2,37)**
CAPRIS (-)	<b>-1,13</b> (0,64)	<b>-2,14</b> (2,11)**		<b>-1,40</b> (1,78)*	<b>-1,17</b> (0,73)	<b>-1,65</b> (1,70)*
SOUSEVA (?)	<b>0,35</b> (0,35)	<b>0,57</b> (0,92)		<b>-0,41</b> (1,05)	<b>1,49</b> (1,44)	<b>0,35</b> (0,66)
IDIORIS (-)	<b>-0,14</b> (1,60)	<b>-0,10</b> (2,52)**			<b>-0,25</b> (2,23)**	<b>-0,08</b> (2,89)***
CLUST (?)			<b>0,00</b> (0,07)	<b>-0,01</b> (0,28)	<b>-0,22</b> (1,88)*	<b>-0,08</b> (1,23)
TECH (+)	<b>0,37</b> (0,22)	<b>-0,36</b> (0,32)	<b>0,35</b> (0,50)	<b>0,18</b> (0,23)	<b>0,76</b> (0,52)	<b>0,29</b> (0,34)
DETTEFI (-)	<b>0,04</b> (1,38)	<b>-0,01</b> (0,38)	<b>-0,01</b> (0,36)	<b>-0,01</b> (0,41)	<b>0,09</b> (1,82)*	<b>-0,01</b> (0,26)
TAILLE (-)	<b>-1,11</b> (1,89)*	<b>-0,34</b> (0,74)	<b>-0,25</b> (0,84)	<b>-0,24</b> (0,75)	<b>-2,44</b> (1,86)*	<b>-0,20</b> (0,60)
BTM (-)	<b>0,21</b> (1,11)	<b>0,24</b> (1,43)	<b>0,26</b> (2,34)**	<b>0,23</b> (2,10)**	<b>0,41</b> (1,68)*	<b>0,27</b> (1,95)*
Observations	46	65	65	65	46	65
Chi-deux	25,01**	34,71***	10,14	14,35	32,50***	28,74***
R2 de Cox & Snell	0,49	0,41	0,14	0,20	0,51	0,37
% Correct	84,78	83,08	78,46	76,92	91,30	83,08

La variable dépendante est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les managers choisissent l'engagement de conservation de 360 jours pour 80 % des titres et 0 s'ils se décident pour l'engagement de 180 jours pour 100 % des titres. CCFDIV mesure la divergence entre le contrôle et la participation au capital du premier actionnaire de l'entreprise. CONTSEC est un indice de concentration de la structure de propriété tenant compte de la contestation du contrôle par le second actionnaire. EXTCA représente la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration. NBADMCA est le nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration de la firme. SURINV représente le risque de surinvestissement lié à des *free cash-flow* excessifs par rapport aux opportunités de croissance de la firme. R&D est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la firme a entrepris des dépenses de recherche et développement. ÂGE est le nombre d'années séparant la date d'introduction de celle de l'immatriculation au registre du commerce. NBAF représente le logarithme du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision. RANGITM est le rang de la banque introductrice. CAPRIS représente la présence ou l'absence d'entreprises de capital-risque. SOUSEVA mesure la sous-évaluation initiale au 10<sup>e</sup> jour suivant l'introduction. IDIORIS est une mesure du risque spécifique de l'entreprise. CLUST est une mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise. TECH est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie et 0 dans le cas contraire. DETTEFI est le rapport des dettes financières sur le total de l'actif net comptable. TAILLE représente le logarithme népérien de l'actif net comptable. BTM est le ratio *book-to-market*. À côté du nom de chaque variable, nous rappelons le signe de la relation attendue avec les engagements de conservation. Au-dessous de chaque coefficient, nous reportons entre parenthèses la valeur du *t* de Student pour les modèles Tobit et de la statistique  $\chi^2$  pour les modèles Logit. Pour ces derniers, nous indiquons également, dans la dernière ligne, le pourcentage correctement identifié par le modèle.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

**Tableau 1.10. Choix d'un engagement de conservation plus contraignant sur le nouveau marché**

	Panel A – Modèle Logit : choix d'un engagement plus contraignant						Panel B – Modèle Logit ordinal : choix global
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
CONSTANTE	<b>6,51</b> (2,23)**	<b>17,24</b> (2,94)***	<b>12,66</b> (2,10)**	<b>14,05</b> (2,82)***	<b>15,39</b> (3,27)***	<b>9,08</b> (2,72)***	
CCFDIV (+)	<b>0,05</b> (1,89)*	<b>0,12</b> (2,81)***	<b>0,08</b> (2,65)***	<b>0,07</b> (3,22)***	<b>0,05</b> (1,80)*		<b>0,03</b> (1,51)
CONTSEC (+)	<b>-0,50</b> (1,18)	<b>-0,91</b> (1,58)	<b>-0,73</b> (2,17)**	<b>-0,79</b> (2,06)**	<b>-0,77</b> (2,55)**		<b>-0,41</b> (2,18)**
EXTCA (-)	<b>0,03</b> (1,19)	<b>-0,01</b> (0,28)	<b>-0,02</b> (0,71)	<b>0,03</b> (0,91)	<b>0,03</b> (0,82)		<b>0,00</b> (0,09)
NBADMCA (+)	<b>-0,38</b> (1,19)		<b>0,09</b> (0,30)	<b>-0,32</b> (1,19)	<b>-0,26</b> (0,97)		<b>0,00</b> (0,01)
SURINV (+)	<b>-1,47</b> (0,95)				<b>-1,19</b> (0,74)		<b>-0,16</b> (0,20)
R&D (+)	<b>0,24</b> (0,21)	<b>1,34</b> (0,65)	<b>0,84</b> (0,43)	<b>0,19</b> (0,18)		<b>0,13</b> (0,16)	<b>0,03</b> (0,04)
ÂGE (-)	<b>-0,02</b> (0,25)	<b>-0,07</b> (0,82)	<b>-0,12</b> (1,23)	<b>-0,06</b> (0,61)		<b>-0,02</b> (0,35)	<b>-0,09</b> (1,94)*
NBAF (-)		<b>-1,63</b> (1,15)	<b>-0,71</b> (0,42)				
RANGITM (-)	<b>0,92</b> (1,84)*	<b>2,39</b> (2,37)**	<b>1,50</b> (1,46)	<b>0,73</b> (1,32)		<b>0,96</b> (1,68)*	
CAPRIS (-)	<b>-0,76</b> (0,92)	<b>-1,98</b> (0,83)	<b>-2,27</b> (1,10)	<b>-1,22</b> (1,33)	<b>-1,20</b> (1,32)	<b>-0,65</b> (0,84)	<b>-1,53</b> (2,23)**
SOUSEVA (?)	<b>-0,12</b> (0,22)	<b>-4,52</b> (1,48)	<b>-4,07</b> (1,54)	<b>0,18</b> (0,22)	<b>0,17</b> (0,24)	<b>-0,33</b> (0,41)	<b>0,23</b> (0,60)
IDIORIS (-)	<b>-0,07</b> (2,07)**	<b>0,05</b> (0,73)	<b>-0,01</b> (0,17)	<b>-0,15</b> (2,76)***	<b>-0,14</b> (3,03)***	<b>-0,05</b> (1,49)	<b>-0,09</b> (3,33)***
CLUST (?)				<b>-0,17</b> (2,66)***	<b>-0,18</b> (2,75)***	<b>-0,10</b> (1,80)*	<b>-0,09</b> (2,52)**
TECH (+)	<b>0,30</b> (0,26)	<b>-3,42</b> (1,22)	<b>-3,71</b> (1,63)	<b>0,65</b> (0,43)	<b>0,83</b> (0,54)	<b>-0,29</b> (0,33)	<b>0,10</b> (0,15)
DETTEFI (-)	<b>0,01</b> (0,50)	<b>0,11</b> (1,91)*		<b>0,03</b> (0,83)	<b>0,01</b> (0,37)	<b>0,04</b> (1,66)*	<b>0,01</b> (0,28)
TAILLE (-)	<b>-1,04</b> (2,70)***	<b>-3,05</b> (3,41)***	<b>-1,81</b> (2,03)**	<b>-1,13</b> (2,42)**	<b>-1,00</b> (2,15)**	<b>-1,17</b> (3,20)***	<b>-0,63</b> (1,96)**
BTM (-)	<b>0,10</b> (1,58)	<b>0,40</b> (2,65)***	<b>0,21</b> (1,17)	<b>0,18</b> (2,95)***	<b>0,15</b> (2,10)**	<b>0,21</b> (2,68)***	<b>0,14</b> (2,73)***
Observations	77	54	54	77	77	77	77
Chi Deux	24,29*	26,40**	23,57*	36,21***	21,88*	27,78***	45,91***
R2 de Cox & Snell	0,23	0,34	0,31	0,28	0,26	0,19	0,40
% Correct	90,91	92,59	92,59	90,91	89,61	85,71	63,64
Test de Brant							16,70

Dans le panel A, la variable dépendante est une variable dichotomique prenant la valeur 0 lorsque les managers ont opté pour un des deux engagements réglementaires et 1 si l'engagement choisi est plus contraignant, que ce soit par rapport à la longueur ou au pourcentage d'actions concerné. Dans le panel B, la variable dépendante prend la valeur 1 si le dirigeant a pris un engagement de 180 jours pour 100 % de ses actions, 2 si l'engagement est de 360 jours pour 80 % et finalement 3 pour tout engagement dont la longueur est supérieure à 360 jours et/ou dont le pourcentage bloqué est supérieur à 80 %. Concernant ce dernier modèle, nous fournissons le résultat du test de Brant sur l'hypothèse de régressions parallèles. CCFDIV mesure la divergence entre le contrôle et la participation au capital du premier actionnaire de l'entreprise. CONTSEC est un indice de concentration de la structure de propriété tenant compte de la contestation du contrôle par le second actionnaire. EXTCA représente la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration. NBADMCA est le nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration de la firme. SURINV représente le risque de surinvestissement lié à des *free cash-flows* excessifs. R&D est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la firme a entrepris des dépenses de recherche et développement. ÂGE est le nombre d'années séparant la date d'introduction de celle de l'immatriculation au registre du commerce. NBAF représente le logarithme du nombre d'analystes financiers ayant émis une prévision. RANGITM est le rang de la banque introductrice. CAPRIS représente la présence ou l'absence d'entreprises de capital-risque. SOUSEVA mesure la sous-évaluation initiale au 10<sup>e</sup> jour suivant l'introduction. IDIORIS est une mesure du risque spécifique de l'entreprise. CLUST est une mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise. TECH est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie et 0 dans le cas contraire. DETTEFI est le rapport des dettes financières sur le total de l'actif net comptable. TAILLE représente le logarithme népérien de l'actif net comptable. BTM est le ratio *book-to-market*. À côté du nom de chaque variable, nous rappelons le signe de la relation attendue avec les engagements de conservation. Au-dessous de chaque coefficient, nous reportons entre parenthèses la valeur du *t* de Student pour les modèles Tobit et de la statistique  $\chi^2$  pour les modèles Logit. Pour ces derniers, nous indiquons également, dans la dernière ligne, le pourcentage correctement identifié par le modèle.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

**Tableau 1.11. Test de l'influence sur les engagements de conservation de l'efficience organisationnelle**

	Panel A - Second marché		Panel B - Nouveau marché		
	Modèle Tobit	Modèle Logit	Modèle Logit	Modèle Logit	Modèle Logit ordinal
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>CONSTANTE</b>	<b>-2 744,93</b> (3,29)***	<b>-14,30</b> (4,02)***	<b>8,73</b> (1,56)	<b>13,77</b> (2,92)***	
<b>PDGPADM</b>	<b>-1,01</b> (0,39)	<b>-0,00</b> (0,36)	<b>-0,01</b> (0,30)	<b>-0,01</b> (0,29)	<b>-0,01</b> (0,32)
<b>ACTIOPDGL</b>	<b>136,73</b> (0,75)	<b>0,66</b> (0,67)	<b>-2,07</b> (1,32)	<b>-1,01</b> (0,56)	<b>-1,19</b> (1,08)
<b>INEFFORGA (+)</b>	<b>9,43</b> (1,28)	<b>0,04</b> (0,88)	<b>0,13</b> (2,07)**	<b>0,13</b> (2,35)**	<b>0,09</b> (2,55)**
<b>R&amp;D (+)</b>	<b>111,86</b> (1,00)	<b>0,66</b> (1,26)	<b>0,22</b> (0,21)	<b>0,58</b> (0,49)	<b>0,19</b> (0,32)
<b>ÂGE (-)</b>	<b>-1,21</b> (0,38)	<b>0,00</b> (0,01)	<b>-0,16</b> (2,49)**	<b>-0,03</b> (0,38)	<b>-0,10</b> (2,22)**
<b>RANGITM (-)</b>	<b>97,46</b> (1,48)	<b>0,45</b> (1,33)	<b>-1,02</b> (2,34)**	<b>1,10</b> (1,73)*	
<b>IDIORIS (-)</b>	<b>26,37</b> (1,90)*	<b>0,15</b> (2,40)**	<b>-0,07</b> (2,99)***	<b>-0,18</b> (2,31)**	<b>-0,09</b> (3,96)***
<b>CLUST (?)</b>	<b>2,60</b> (0,50)	<b>0,01</b> (0,26)	<b>-0,05</b> (1,08)	<b>-0,20</b> (3,10)***	<b>-0,07</b> (2,13)**
<b>TECH (+)</b>	<b>-154,40</b> (1,01)	<b>-0,66</b> (0,79)	<b>0,28</b> (0,32)	<b>-0,65</b> (0,58)	<b>-0,22</b> (0,36)
<b>DETTEFI (-)</b>	<b>0,82</b> (0,29)	<b>-0,00</b> (0,00)	<b>-0,01</b> (0,59)	<b>0,03</b> (0,85)	<b>-0,00</b> (0,00)
<b>TAILLE (-)</b>	<b>190,77</b> (2,67)***	<b>1,03</b> (3,17)***	<b>-0,10</b> (0,23)	<b>-1,19</b> (2,71)***	<b>-0,56</b> (1,93)*
<b>BTM (-)</b>	<b>-8,82</b> (2,22)**	<b>-0,05</b> (2,62)***	<b>0,29</b> (1,95)*	<b>0,23</b> (2,24)**	<b>0,15</b> (2,74)***
Observations	158	158	65	77	77
Chi-deux	34,49***	44,07***	24,20**	25,36**	35,66***
R2 de Cox & Snell	0,20	0,19	0,36	0,29	0,39
% Correct		86,71	83,08	85,71	66,23
Test de Brant					10,16

Le panel A présente des régressions concernant le second marché. Le modèle 1 est une régression Tobit dont la variable dépendante est la longueur en jours des engagements de conservation. La colonne 2 reporte l'estimation d'un modèle Logit dont la variable dépendante prend la valeur 1 lors de la présence d'un engagement de conservation et 0 dans le cas contraire. Les régressions du panel B concernent le nouveau marché. Dans la régression logistique du modèle 3, la variable dépendante est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les managers choisissent l'engagement de conservation de 360 jours pour 80 % des titres et 0 s'ils se décident pour l'engagement de 180 jours pour 100 % des titres. La variable dépendante du modèle 4 prend la valeur 0 lorsque les managers ont opté pour un des deux engagements réglementaires et 1 si l'engagement choisi est plus contraignant, que ce soit par rapport à la longueur ou au pourcentage d'actions concerné. Finalement, le dernier modèle estimé est une régression ordinaire logistique dont la variable dépendante prend la valeur 1 si le dirigeant a pris un engagement de 180 jours pour 100 % de ses actions, 2 si l'engagement est de 360 jours pour 80 % et finalement 3 pour tout engagement dont la longueur est supérieure à 360 jours et/ou dont le pourcentage bloqué est supérieur à 80 %. La variable PDGPADM mesure la proportion d'administrateurs liés au P-DG. ACTIOPDGL est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque la participation du P-DG est inférieure ou égale au premier tercile et 0 dans le cas contraire. INEFFORGA est une variable mesurant l'inefficience organisationnelle de l'entreprise : elle correspond à l'interaction des variables PDGPADM et ACTIOPDGL. Plus précisément, elle mesure la divergence entre la séparation des fonctions de propriété et de décision d'une part, et la séparation des fonctions de contrôle et de décision d'autre part. Ce faisant, elle varie en sens inverse de l'efficience organisationnelle. R&D représente les dépenses de recherche et le développement. ÂGE est le nombre d'années séparant la date d'introduction de celle de l'immatriculation au registre du commerce. RANGITM est le rang de la banque introductrice. IDIORIS est une mesure du risque spécifique de l'entreprise. CLUST est une mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise. TECH est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie et 0 dans le cas contraire. DETTEFI est le rapport des dettes financières sur le total de l'actif net comptable. TAILLE représente le logarithme népérien de l'actif net comptable. BTM est le ratio *book-to-market*. À côté du nom de chaque variable, nous rappelons le signe de la relation attendue avec les engagements de conservation. Au-dessous de chaque coefficient, nous reportons entre parenthèses la valeur du  $t$  de Student pour les modèles Tobit et de la statistique  $\chi^2$  pour les modèles Logit. Pour ces derniers, nous indiquons également, dans la dernière ligne, le pourcentage correctement identifié par le modèle.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

**Tableau 1.12. Test de l'hypothèse liée au choix du marché d'introduction**

<b>Panel A – Régression logistique expliquant le choix du marché d'introduction</b>	
	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise s'est introduite sur le nouveau marché et 0 dans le cas contraire
Constante	2,40 (4,00)***
Indice de Herfindahl	-0,0006 (4,88)***
Âge de la firme	-0,08 (2,57)**
Risque total de la firme	0,18 (4,76)***
<i>Book-to-market</i>	-0,11 (3,77)***
Observations	268
Chi-deux	57,44***
R2 de Cox et Snell	0,56
% correctement reclassé	87,31

<b>Panel B – Tests de différence de moyenne sur la probabilité pour chaque entreprise d'être reclassée sur le nouveau marché</b>				
	N	Moyenne	t de Student	z de Wilcoxon
Entreprises du second marché reclassées sur le nouveau marché	8	0,75	12,43***	3,92***
Entreprises du second marché non classées sur le nouveau marché	16	0,09		

Nous présentons ici les résultats du test de l'hypothèse selon laquelle les entreprises introduites sur le second marché pour lesquelles certains actionnaires se sont engagés à conserver une fraction de leurs actions auraient dû être introduites sur le nouveau marché. Selon cette hypothèse, ces entreprises ont des caractéristiques tellement proches de celles qui sont normalement introduites sur le nouveau marché que leurs actionnaires principaux ont été obligés d'accepter des engagements de conservation, bien qu'ils ne soient pas obligatoires sur le second marché. Le test se fait en deux étapes. La première étape consiste à estimer un modèle Logit capable de prévoir, avec une marge d'erreur raisonnable, l'appartenance au groupe des entreprises du second marché ou à celui du nouveau marché. Ce modèle est présenté dans le panel A. L'estimation porte sur notre échantillon total duquel nous avons écarté les entreprises du second marché avec les engagements de conservation retenus pour l'analyse (24 au total), nous laissant exactement 134 entreprises pour le nouveau et le second marché, soit au total 268 entreprises. La variable dépendante prend la valeur 1 lorsque l'entreprise appartient au nouveau marché et 0 si elle appartient au second marché. Les variables ont été choisies en effectuant une régression pas à pas descendante. La taille mesurée par le logarithme de l'actif net et la participation des entreprises de capital-risque ont été rejetées du modèle. Les variables restantes sont l'indice de Herfindahl mesurant la concentration de l'actionariat (somme des carrés des participations de tous les actionnaires), l'âge en années de l'entreprise au jour de l'introduction, le risque total de la firme mesuré par la variance du cours de l'entreprise sur les 60 jours consécutifs au 10<sup>e</sup> jour suivant l'introduction en bourse et finalement, le *book-to-market* défini comme le rapport entre la valeur comptable des capitaux propres pour le dernier exercice comptable clôturé avant l'introduction en bourse et la valeur de marché de l'entreprise calculée en multipliant le nombre d'actions composant le capital par le prix définitif d'introduction. Une fois le modèle estimé, la seconde étape consiste à appliquer ce modèle à nos 24 entreprises présentant des engagements de conservation, pour prévoir leur probabilité d'appartenir ou non au groupe des entreprises du nouveau marché. Pour classer les entreprises, nous avons retenu le seuil classique de 0,5. Dans le but de s'assurer qu'il existe bien une différence dans la probabilité de reclassement entre les deux groupes, nous effectuons un test paramétrique portant sur la différence de moyenne (*t* de Student) et un test non paramétrique sur les rangs (*z* de Wilcoxon) présentés dans le panel B. Ces tests sont nécessaires pour être sûrs de la pertinence du reclassement effectué, car il se pourrait que la probabilité prévue pour les deux groupes soit dans les deux cas proche du seuil de 0,5 tout en étant légèrement inférieure pour les unes et légèrement supérieure pour les autres.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%.

## **CHAPITRE 2. ANALYSE DES PACTES D'ACTIONNAIRES LORS DES INTRODUCTIONS EN BOURSE**

### **INTRODUCTION**

Lors de la constitution d'une société, les actionnaires peuvent décider de mettre en place un pacte d'actionnaires. Il s'agit d'un document complémentaire aux statuts de la société permettant aux actionnaires signataires d'organiser leurs relations au sein de celle-ci (conditions de sortie, clauses de protection...). Le pacte a l'avantage d'être confidentiel alors que les statuts sont accessibles à tous ; il peut par ailleurs ne concerner qu'une partie des actionnaires. Néanmoins, lors d'une introduction en bourse, l'existence et le contenu d'un pacte doivent faire l'objet d'une publication à l'AMF afin que les investisseurs puissent en prendre connaissance. Dans le cas des introductions en bourse, on constate que plusieurs sociétés mettent en place un pacte d'actionnaires peu de temps avant l'admission à la cote. Dans les faits, les pactes d'actionnaires ont pour but d'assurer une certaine stabilité du bloc constitué par les actions des signataires. En effet, les pactes observés en France incluent la plupart du temps des droits de préemption qui obligent tout actionnaire désirant sortir du capital à proposer ses actions aux membres du pacte avant de les vendre à un investisseur externe. Il existe aussi des clauses d'inaliénabilité qui interdisent la vente d'une fraction des actions des signataires. Finalement, on peut observer des clauses qui définissent la structure du conseil d'administration entre les signataires et d'autres obligeant les signataires à vendre leur fraction du capital lors d'une OPA.

Certaines entreprises présentent des pactes d'actionnaires et d'autres non, ce qui indique que ce dispositif n'est pas optimal ou n'a pas été ressenti tel par les actionnaires des entreprises candidates à une introduction en bourse. La littérature suggère que ces pactes trouvent leur utilité dans le cadre d'une cession du contrôle. Pour Chemla, Habib et Ljungqvist (2007), ils permettent de préserver les intérêts des actionnaires initiaux (c'est-à-dire ceux qui sont présents avant l'introduction en bourse) dont le pouvoir de négociation est faible lors d'un transfert du contrôle à un investisseur externe. D'autre part, les pactes aboutissent souvent, de manière explicite ou implicite, à une concentration de plus de 50% des droits de vote, ce qui permet aux signataires de se protéger contre une tentative de prise de contrôle hostile. Cette protection peut servir, comme l'explique Zingales (1995), à négocier au mieux avec un acquéreur potentiel la valeur des bénéfices privés liés à la détention d'un bloc de contrôle. Dans ce chapitre, nous essayerons de mettre en lumière les facteurs qui déterminent la mise en place d'un pacte d'actionnaires au moment de l'introduction en bourse de la société. Dans la section 1, nous exposerons les recherches théoriques qui traitent des pactes d'actionnaires ou des droits de préemption. Dans la



section 2, nous dégagerons nos hypothèses de travail et nous présenterons les variables qui serviront dans les tests. Nos résultats seront commentés dans la section 3.

## 2.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

### 2.1.1. Le modèle de Chemla, *et al.* (2007)

À notre connaissance, Chemla, *et al.* (2007) sont les seuls auteurs à étudier en détail les pactes d'actionnaires et les raisons de leur existence. Malheureusement, les clauses qu'ils analysent ne correspondent pas à celles qui sont fréquemment trouvées dans les pactes d'actionnaires présents lors des introductions en bourse. Cependant, leur modèle permet tout de même de mettre en évidence certaines hypothèses utiles à la compréhension des pactes tels qu'ils apparaissent dans les prospectus d'introduction en bourse en France. Notons que les pactes d'actionnaires sont interdits aux États-Unis pour les sociétés cotées ; ainsi, l'article se focalise sur les sociétés privées. Les auteurs vont se concentrer sur sept types de clauses :

- option de vente : lorsqu'un actionnaire possède une option de vente, il dispose du droit de vendre ses actions aux autres membres du pacte ;
- option d'achat : dans le cas d'une option d'achat, l'actionnaire concerné peut acheter les actions des autres membres du pacte ;
- droit de sortie conjointe (« *tag-along rights* » en anglais, qui signifie littéralement "*suivre le mouvement* ") : lorsqu'un investisseur externe achète les actions d'un des signataires du pacte, ces clauses confèrent le droit aux autres actionnaires signataires du pacte d'exiger que l'investisseur achète aussi leurs actions au même prix et dans les mêmes conditions que celles qui prévalent pour l'actionnaire initial ;
- obligation de sortie conjointe (« *drag-along rights* » en anglais, qui signifie littéralement "*entraîner* ") : lorsqu'un actionnaire vend sa participation dans l'entreprise à un investisseur externe, cette clause confère à l'investisseur le droit d'acheter les parts des autres actionnaires signataires du pacte au même prix et dans les mêmes conditions que celles qui prévalent pour l'actionnaire initial ;
- demande d'introduction en bourse (« *demand rights* » en anglais) : cette clause définit les circonstances dans lesquelles la firme sera introduite en bourse. Typiquement, il s'agira de fixer un niveau de profit minimal ou un besoin spécifique de financement externe ;
- droit d'inclusion dans l'introduction (« *piggy-back rights* » en anglais) : cette clause permet aux parties signataires du contrat d'exiger de faire partie de l'introduction en bourse à concurrence de leur participation dans l'entreprise ;

- préservation d'un droit aux bénéfices lors de la cession d'actions à un actionnaire exerçant une option d'achat (« *catch up clauses* » en anglais) : cette clause maintient un droit aux bénéfices correspondant aux actions acquises par un actionnaire exerçant une option d'achat pour l'actionnaire cédant.

À la création d'une entreprise, deux actionnaires vont négocier le partage de la richesse finale et fixer des participations  $\gamma_0$  et  $1-\gamma_0$  en fonction de leur investissement respectif. Une renégociation des participations de chacun peut être nécessaire dans le cas où il est impératif de prévenir un transfert de richesse *ex post*<sup>17</sup>, de transférer le contrôle de la firme ou de réaliser une introduction en bourse. En l'absence des contrats nécessaires, la renégociation liée à ces événements peut altérer l'incitation des actionnaires à investir de manière optimale *ex ante*. En effet, l'actionnaire disposant d'un plus faible pouvoir de négociation anticipe que cette redéfinition de l'accord initial se fera à son détriment. Quand les participations initiales des actionnaires de la firme ne peuvent être ajustées pour compenser la sous-optimalité de l'investissement *ex ante* due à l'anticipation d'une renégociation, les clauses trouvées dans les pactes permettent de maintenir l'incitation des actionnaires à investir de manière optimale en structurant la renégociation de telle sorte que le partage de la valeur finale de l'entreprise soit maintenu dans les mêmes proportions que celles qui ont été établies lors de la création de l'entreprise. Le modèle est décrit plus en détail dans l'annexe 2.1.

## 2.1.2. Modèles analysant les droits de préemption

### 2.1.2.1. Le modèle de Bikhchandani, Lippman et Ryan (2005)

Bikhchandani, *et al.* (2005) montrent, à partir d'un modèle d'enchère à la Vickrey<sup>18</sup>, que l'octroi d'un droit de préemption est inefficace et bénéficie à l'acheteur détenant ce droit au détriment du vendeur et des autres acheteurs ne possédant pas un tel droit. Il existe  $n$  acheteurs réguliers (ceux qui ne détiennent pas de droit de préemption) et un  $(n+1)^e$  acheteur dit spécial (parce qu'il détient un droit de préemption). La vente se déroule de la manière suivante : les  $n$  acheteurs réguliers vont participer à la vente aux enchères sous scellés. Cette vente aux enchères

---

<sup>17</sup> Les auteurs considèrent les transferts de richesse au sens large. Ils peuvent par exemple s'apparenter au « tunneling » décrit par Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (2000) ou encore au prélèvement de bénéfices privés.

<sup>18</sup> Dans une enchère à la Vickrey (ou enchère au second prix) chaque acheteur propose un prix d'achat à plis fermés. L'acheteur ayant proposé le prix le plus élevé remporte la vente, mais il ne paiera que le prix correspondant à la seconde meilleure offre de l'ensemble des acheteurs.

permettra de déterminer un prix  $P$  (correspondant à la seconde meilleure offre des  $n$  offres) pour l'actif. Si l'acheteur spécial décide d'exercer son droit, il acquerra l'actif en payant  $P$ , sinon l'acheteur régulier ayant proposé le meilleur prix emportera la vente.

Avant de proposer un prix d'offre, chaque acheteur  $i$  reçoit un signal privé  $X_i$ ,  $i = 1, \dots, n+1$  tel que  $X_i \in [0, \bar{X}]$ . À partir de ce signal privé, chacun des  $n$  acheteurs va utiliser la fonction d'équilibre  $b_*$  strictement croissante qui lui permettra de faire une offre  $b_*(X_i)$ . L'acheteur spécial utilise une fonction d'équilibre  $b_*$  définie de  $[0, \bar{X}]$  (estimation du second meilleur signal) vers  $[0, \bar{X}]$  (une réalisation de  $X_{n+1}$  pour laquelle il lui est indifférent d'acheter ou non l'actif). Ainsi, à partir du prix  $P$  de l'actif issu de l'enchère au second prix, l'acheteur spécial peut inférer le second meilleur signal comme étant  $b_*^{-1}(P)$  et donc, il ne désirera acquérir l'actif que si  $X_{n+1} \geq b_*^{-1}(P)$ .

L'inefficience liée à un droit de préemption provient, selon les auteurs, du fait que pour l'acheteur spécial, l'enchère au second prix devient en fait une enchère au troisième prix, dans le cas où son signal sur la valeur de l'actif  $X_{n+1}$  est le plus important. En effet, dans cette situation, il ne va donc payer que le second meilleur prix  $P$  issu de l'enchère parmi les  $n$  acheteurs réguliers, alors que s'il avait fait partie des enchères, il aurait dû payer  $P'$  l'enchère la plus forte faite par les acheteurs réguliers, engendrant un manque à gagner pour le vendeur. De plus, l'acheteur spécial peut remporter la vente même si le signal qu'il reçoit n'est pas le plus élevé. Il suffit que  $X_{n+1}$  soit compris entre les deux plus hauts signaux reçus par deux acheteurs réguliers parmi les  $n$  présents pour que l'acheteur spécial soit incité à acquérir l'actif, ce qui entraîne, dans ce cas également, un manque à gagner pour le vendeur. Finalement, Bikhchandani, *et al.* (2005) montrent que lorsque les évaluations faites par les  $n+1$  acheteurs sont corrélées, la malédiction du vainqueur est accrue pour les acheteurs réguliers lorsqu'il existe un acheteur détenant un droit de préemption. Étant conscients de ce fait, les acheteurs réguliers enchériront beaucoup moins agressivement et le prix moyen payé au vendeur sera plus faible que dans le cas où aucun des acheteurs ne détiendrait un droit de préemption.

#### 2.1.2.2. Le modèle de Choi (2007)

Choi (2007) montre que les droits de préemption permettent au vendeur et au détenteur du droit d'extraire plus de surplus des acheteurs en compétition pour l'acquisition d'un actif. Selon l'auteur, lorsque le propriétaire d'un actif concède un droit de préemption à un acheteur, il met ce dernier dans une position particulièrement avantageuse, dans la mesure où il peut observer le prix

offert par un tiers sans avoir à révéler sa propre évaluation. Dans le cas où cette évaluation serait supérieure au prix offert par un tiers, le détenteur d'un droit de préemption réalise un gain, puisqu'il n'a qu'à payer le prix offert par le tiers et non pas celui qu'il aurait offert en l'absence du droit de préemption. Symétriquement, le propriétaire se met dans une position désavantageuse, car il ne peut mettre les deux acheteurs en concurrence ; dans l'exemple cité, il est aisé de voir que le propriétaire supporte un manque à gagner égal à la différence entre la valeur de l'actif pour le détenteur du droit de préemption et l'offre faite par une tierce partie.

Choi (2007) évoque aussi un aspect des droits de préemption qui semble se rapprocher de nos préoccupations. Selon lui, malgré les défauts apparents du droit de préemption, il serait employé très communément car, dans certaines relations d'affaires où l'identité des parties est importante, il permettrait au détenteur du droit de ne pas se retrouver avec un nouveau partenaire dont l'identité ne serait pas compatible avec la bonne poursuite de la relation d'affaires. L'auteur prend l'exemple des sociétés non cotées où l'existence d'un droit de préemption pour chaque actionnaire leur permet de choisir, le cas échéant, l'identité du nouvel actionnaire de manière à préserver la valeur de la firme. L'auteur réfute cette justification en avançant que si la valeur d'une relation d'affaires est sensible à l'identité des partenaires, le détenteur du droit de préemption va probablement assigner une valeur plus importante qu'une tierce partie quelconque à l'actif sur lequel porte la relation d'affaires. Ainsi, il est plus probable que le détenteur du droit de préemption acquière la propriété, même dans le cas où il n'aurait pas disposé de ce droit. En conférant un droit de préemption, le propriétaire d'un bien surprotégerait le bénéficiaire. Choi (2007) ajoute que le droit de préemption serait souvent utilisé dans des situations où la sensibilité par rapport à l'identité des parties prenantes est absente ou alors minimale (par exemple les transactions portant sur les matières premières, le pétrole et les produits commerciaux). Le modèle est détaillé dans l'annexe 2.2.

## **2.2. PRESENTATION DES HYPOTHESES ET DES VARIABLES**

### **2.2.1. Présentation des hypothèses**

#### *2.2.1.1. Pacte d'actionnaires et anticipation d'une cession du contrôle*

Dans le modèle de Chemla, *et al.* (2007), les différentes clauses analysées servent à prévenir une distorsion du partage initial de la richesse liée à une renégociation qui trouverait son origine dans la nécessité de transférer le contrôle à un acquéreur potentiel pour maximiser la valeur de la firme. Par définition, la mise en place d'un droit de préemption suppose que les actionnaires

anticipent l'éventualité de la possibilité d'une cession par l'un d'entre eux. De plus, si la mise en place d'un droit de préemption est coûteuse pour les actionnaires, comme le laissent penser les analyses de Choi (2007) et de Bikhchandani, *et al.* (2005), il ne devrait être présent que lorsque la probabilité d'une cession (qui devrait vraisemblablement être liée à la probabilité de l'apparition d'un acquéreur potentiel) est non négligeable. Finalement, comme l'évoquent ces mêmes auteurs, un droit de préemption peut servir aux actionnaires à éviter l'intrusion d'un investisseur dont l'identité ne conviendrait pas<sup>19</sup>, et dans certains cas extrêmes, il permettrait tout simplement d'éviter une prise de contrôle hostile. Notre hypothèse est donc :

*H4. La présence d'un pacte d'actionnaires est influencée positivement par la probabilité anticipée par les actionnaires initiaux de l'apparition d'un acquéreur postérieurement à l'introduction en bourse.*

L'hypothèse précédente fait le lien entre la présence d'un pacte d'actionnaires et la probabilité *ex ante* de l'apparition d'un acquéreur potentiel. Si effectivement, les pactes d'actionnaires servent à mettre en place des conditions favorables à la cession du contrôle après l'introduction en bourse, alors nous devrions observer un lien positif entre la présence d'un pacte d'actionnaires et la probabilité que la firme soit la cible d'une acquisition amicale postérieurement à son introduction en bourse :

*H5. La présence d'un pacte d'actionnaires influence positivement la probabilité que la firme fasse l'objet d'une acquisition postérieurement à son introduction en bourse.*

#### 2.2.1.2. Pactes d'actionnaires et transfert de richesse *ex post*

Outre la nécessité de transférer le contrôle de l'entreprise à un repreneur, Chemla, *et al.* (2007) montrent que la possibilité d'un transfert de richesse *ex post* peut entraîner une renégociation qui permettra à l'actionnaire disposant du pouvoir de négociation le plus important de modifier le partage initial de la richesse finale en sa faveur. Cette situation se répercute sur la valeur de la firme, puisque les actionnaires rationnels vont anticiper cette situation et n'accepteront pas *ex ante* d'investir le capital nécessaire à la maximisation de la valeur de la firme. Seul un pacte d'actionnaires dont les clauses vont permettre de maintenir le partage initial de la

---

<sup>19</sup> Choi (2007) et de Bikhchandani, *et al.* (2005) citent le cas où l'identité des actionnaires est importante pour maintenir la valeur de la firme ; mais il est aussi possible d'adopter une vision plus pessimiste en arguant que les actionnaires veulent prévenir l'apparition d'un détenteur de bloc qui pourrait remettre en cause leurs prélèvements de bénéfices privés. Cet argument est cohérent avec les études de Brennan et Franks (1997) et Field et Karpoff (2002), qui montrent que les actionnaires initiaux cherchent à conserver le contrôle de manière à protéger leur consommation de bénéfices privés.

richesse en évitant toute renégociation liée à la possibilité de réaliser un transfert de richesse *ex post* permettra de maximiser la valeur de la firme. Ainsi, les pactes d'actionnaires devraient être d'autant plus nécessaires que la probabilité qu'un des actionnaires réalise un transfert de richesse est élevée :

*H6. La présence d'un pacte d'actionnaires est influencée positivement par la probabilité d'occurrence d'un transfert de richesse ex post par l'un des actionnaires initiaux.*

## 2.2.2. Présentation des mesures

Le tableau 2.1 présente l'ensemble des variables précédemment décrites. Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.4.1.3 du chapitre 1, pour une description plus détaillée de ces variables et du processus de collecte.

### 2.2.2.1. Facteurs explicatifs de la présence d'un pacte d'actionnaires lors de l'introduction en bourse

- **Probabilité d'apparition d'un acquéreur postérieurement à l'introduction en bourse :** nous avons téléchargé, sur la base de données *Thomson One Banker – Deals*, l'ensemble des offres publiques d'achat ayant eu lieu sur la période 1993-1997 et dont la cible était une entreprise française. Nous avons obtenu une base de données de 5 204 OPA pour lesquelles étaient disponibles la date de l'opération et le secteur d'activité de l'entreprise cible (selon la classification SIC à deux chiffres). À chacune des 292 entreprises de notre échantillon, nous avons associé le nombre d'OPA sur le même secteur d'activité (c'est-à-dire dont la cible présentait le même code SIC à deux chiffres) intervenues sur les trois années précédant son introduction, divisé par le nombre total d'opérations disponibles dans notre base de données. Ainsi, pour chaque entreprise, la probabilité d'apparition d'un acquéreur postérieurement à l'introduction est mesurée par la proportion d'OPA ayant eu lieu dans son secteur pendant les trois années précédant son introduction en bourse. Notre intuition est que préalablement à l'introduction en bourse, les actionnaires observent l'intensité des OPA dans leur secteur d'activité. Plus l'intensité est élevée, plus les actionnaires devraient juger probable l'apparition d'un acquéreur désireux de prendre le contrôle de leur entreprise, ce qui devrait entraîner la mise en place d'un pacte d'actionnaires dans le cas où cette cession maximiserait la valeur de la firme (Chemla, Habib et Ljungqvist, 2007).
- **Probabilité d'un transfert de richesse ex post : de manière générale, la probabilité d'un transfert de richesse *ex post* sera approchée par des variables mesurant l'efficacité ou l'inefficacité du système de gouvernance de l'entreprise.** Tout d'abord, Bebchuk (1999) et

Bebchuk, Kraakman et Triantis (2000) expliquent que la séparation entre les droits aux *cash-flows* et les droits de vote résulte d'une volonté de protéger une consommation de bénéfices privés. Notre première mesure de la probabilité d'un transfert de richesse *ex post* équivaut à la variable CCFDIV mesurant la divergence entre le niveau de contrôle et les droits aux *cash-flows* du premier actionnaire. Cette variable correspond à la différence entre le contrôle exercé par le premier actionnaire et sa participation dans le capital de l'entreprise rapportée à son niveau de contrôle. Ensuite, nous avons utilisé des variables relatives à la structure et à la taille du conseil d'administration. Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) montrent que le conseil d'administration devrait être d'autant plus efficace que la proportion d'administrateurs externes est importante. La variable EXTCA mesure la proportion d'administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration. Jensen (1993) explique qu'un conseil d'administration de taille trop importante peut avoir du mal à exercer convenablement son rôle de contrôle. Nous avons donc défini une variable NBADMCA correspondant au nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration. Le niveau des *free cash-flows* après distribution de dividendes a aussi été intégré dans l'analyse en tant que mesure du risque de surinvestissement tel qu'il a été présenté par Jensen (1986) (variable FCF). Nous avons évoqué, dans le chapitre précédent, les travaux de Hutchinson et Gul (2004), qui montrent que des options de croissance importante permettent un plus grand transfert de richesse *ex post*. À ce titre, nous avons inclus dans nos tests la variable BTMH qui prend la valeur 1 si le ratio de la valeur comptable des capitaux propres avec leur valeur de marché est supérieur à sa médiane. Nous avons aussi intégré une variable d'interaction entre le niveau des flux de trésorerie disponibles FCF et notre mesure des opportunités de croissance BTMH, puisque le risque de surinvestissement devrait être un problème d'autant plus pressant que les opportunités de croissance sont faibles (variable  $FCF \times BTMH$ ). Finalement, la présence d'entreprises de capital-risque devrait réduire grandement la probabilité d'un transfert de richesse *ex post*, puisqu'elles exercent généralement un contrôle très important des dirigeants (Kaplan et Stromberg [2001]). Nos tests tiennent compte de l'effet de la présence d'entreprises de capital-risque grâce à une variable dichotomique CAPRIS qui prendra la valeur 1 si au moins une entreprise de capital-risque détient un siège au conseil d'administration et 0 dans le cas contraire.

- **Variables de contrôle :** toutes choses égales par ailleurs, la concentration du capital devrait avoir un impact négatif sur la présence d'un pacte d'actionnaires. En effet, par définition, la mise en place d'un pacte suppose la présence d'au moins deux actionnaires. Plus le capital est concentré, moins il existe d'actionnaires suffisamment importants pour qu'il soit intéressant de

mettre en place un pacte. La plupart des clauses trouvées dans les pactes d'actionnaires sont relatives aux transactions éventuelles portant sur les actions des signataires. D'ailleurs, beaucoup de pactes contiennent des clauses de majorité qui restreignent le transfert des actions, de façon à ce que les membres du pacte conservent la majorité des droits de vote. Ainsi, il semble peu intéressant, pour une famille détenant la majorité du capital, de mettre en place un pacte d'actionnaires. Par contre, dans le cas où la structure de propriété est très peu concentrée, de sorte qu'aucun actionnaire ne détient la majorité des droits de vote, alors il devient intéressant d'instaurer un pacte d'actionnaires qui permettra aux actionnaires de conserver la majorité des droits de vote<sup>20</sup>. Nous avons donc défini une variable nommée CAPCONC correspondant à l'indice de Herfindahl du pourcentage d'actions détenu après introduction en bourse par chaque actionnaire listé dans la note d'information. D'après Demsetz et Lehn (1985), la taille de l'entreprise est susceptible de réduire la concentration du capital. La valeur d'une fraction donnée du capital augmente avec la taille optimale de l'entreprise, ce qui, en toute logique, devrait mécaniquement réduire la concentration du capital. Nous utilisons comme mesure de la taille de l'entreprise le logarithme de la valeur nette comptable des actifs de la firme indiquée dans le dernier bilan disponible avant l'introduction en bourse (variable TAILLE). Le risque de la firme, et plus particulièrement sa composante spécifique qui peut être diversifiée, devrait logiquement réduire la concentration du capital, car pour un niveau d'aversion au risque donné, le risque correspondant sera atteint par un investisseur avec une fraction d'autant plus réduite du capital. Autrement dit, plus le risque est grand, plus le nombre d'actionnaires nécessaires pour le supporter augmente. De plus, Demsetz et Lehn (1985) affirment que les entreprises opérant dans des environnements incertains devraient présenter une plus forte concentration du capital. Selon les auteurs, le contrôle des dirigeants permis par une forte concentration du capital présente plus d'intérêt dans le cas des entreprises intervenant dans des marchés incertains, car ces derniers facilitent l'adoption d'un comportement opportuniste par les dirigeants. Les entreprises exerçant leur activité dans des secteurs stables permettent un contrôle plus aisé des dirigeants et nécessiteraient en cela une concentration du capital réduite. Nous avons retenu, comme mesure de l'instabilité de l'environnement de la firme, le risque spécifique de la firme (variable IDIORIS), défini comme l'écart-type des résidus du modèle de marché estimé sur une période de 60 jours à partir du 10<sup>e</sup> jour de cotation. Finalement, nous avons utilisé trois variables de

---

<sup>20</sup> En cela, les pactes d'actionnaires peuvent être vus comme des mécanismes anti-OPA puisqu'ils vont permettre aux actionnaires d'une entreprise pouvant potentiellement faire l'objet d'une OPA de conserver une majorité des droits de vote, rendant toute prise de contrôle impossible sans leur consentement.



contrôle supplémentaires : une mesure de l'intensité des introductions en bourse au moment où une firme donnée réalise la sienne (variable CLUST) ; une variable dichotomique indiquant si l'entreprise appartient ou non au secteur de la haute technologie (variable TECH) ; et le ratio dettes financières sur actif net comptable (variable DETTEFI). Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre précédent, une période où les introductions en bourse sont nombreuses peut correspondre soit à une surévaluation temporaire par les investisseurs, soit à une période où l'information est moins chère et plus accessible. Dans le premier cas, la possibilité d'un transfert de richesse est plus importante et devrait donc inciter les actionnaires à mettre en place un pacte d'actionnaires. Dans le deuxième cas, la nécessité d'un pacte d'actionnaires devrait être moindre, puisque l'information est plus abondante, réduisant ainsi la possibilité d'un transfert de richesse *ex post*. Les entreprises des secteurs liés à la haute technologie sont plus difficiles à contrôler et devraient donc laisser davantage de champ libre à un éventuel transfert de richesse *ex post*. De plus, elles sont en moyenne plus risquées, ce qui implique donc une plus faible concentration du capital. Ces entreprises devraient donc présenter plus fréquemment des pactes d'actionnaires. Si la dette financière est effectivement un moyen de discipliner les dirigeants, comme le laissent entendre Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986), alors un plus grand niveau de ce ratio au moment de l'introduction en bourse devrait réduire la possibilité d'un transfert de richesse *ex post* et donc diminuer l'intérêt d'un pacte d'actionnaires.

#### 2.2.2.2. *Pactes d'actionnaires et probabilité que la firme fasse l'objet d'une acquisition postérieurement à l'introduction en bourse*

Pour tester l'hypothèse H2, nous avons conduit différentes régressions logistiques dont la variable dépendante prend la valeur 1 si l'entreprise a fait l'objet d'une fusion ou d'une acquisition dans les années qui suivent son introduction en bourse :

- **Pactes d'actionnaires** : pour tester l'effet des pactes d'actionnaires, nous avons inclus une variable dichotomique nommée PACTE prenant la valeur 1 s'il existe un pacte d'actionnaires lors de l'introduction en bourse de la firme et 0 dans le cas contraire. Nous avons aussi intégré une variable dichotomique appelée PACTEOPA prenant la valeur 1 si le pacte d'actionnaires a pour effet de protéger l'entreprise d'une OPA hostile. Nous avons considéré qu'un pacte d'actionnaires protège d'une OPA hostile si le nombre d'actions concernées par une clause d'inaliénabilité et/ou de préemption donnait droit à une fraction de droit de vote supérieure à 50%.
- **Variables de contrôle** : pour déterminer les variables de contrôle à inclure dans l'analyse,

nous nous sommes inspirés de recherches antérieures dont l'objet est de modéliser la probabilité d'une acquisition. D'après l'étude de Morck, Shleifer et Vishny (1988), les firmes dont les dirigeants et les membres du conseil d'administration détiennent une part importante du capital ont une plus grande probabilité de faire l'objet d'une OPA amicale. Il en est de même pour les firmes dirigées par leurs fondateurs. À ce titre, les auteurs remarquent que la volonté de céder le contrôle de la firme par les fondateurs se concrétise fréquemment par une OPA amicale dans leur échantillon. Ils montrent aussi que les firmes étant la cible d'une OPA amicale sont souvent jeunes et en phase de croissance rapide. En conséquence, nous incluons comme variable de contrôle la concentration du capital de la firme (variable CAPCONC) et son âge au moment de l'introduction en bourse (variable AGE). Kini, Kracaw et Mian (1995) étudient le lien entre la composition du conseil d'administration et le marché du contrôle sur un échantillon de 224 OPA sur le marché américain entre 1958 et 1984. Leurs résultats montrent que les prises de contrôle se substituent au conseil d'administration lorsque celui-ci n'est pas capable de discipliner efficacement les dirigeants. En effet, ils prouvent qu'il existe une relation inverse entre le *turnover* des dirigeants après l'OPA et la performance préalable. Cette relation est très significative sur l'échantillon de firmes dont le conseil d'administration compte peu ou pas du tout d'administrateurs externes. Ils ne trouvent aucune relation significative sur l'échantillon de firmes dont le conseil d'administration compte une majorité d'administrateurs externes. Nous avons donc inclus, comme variable explicative dans nos régressions, la proportion d'administrateurs externes (variable EXTCA) ainsi que la taille du conseil d'administration (variable NBADMCA). Powell (1997) essaye de déterminer, sur un échantillon de 411 firmes du *London Stock Exchange*, si les facteurs influençant la probabilité d'une OPA amicale sont les mêmes que ceux qui influencent une OPA hostile. Il retient, comme variables de contrôle, le taux de rentabilité économique (résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif), le *market-to-book*, le niveau de *free cash-flow* de la firme, la taille mesurée par le logarithme du total de l'actif net comptable et la proportion d'actifs corporels. Nous avons inclus ces mêmes variables dans notre étude, nommées respectivement ROA, BTM et FCF. Les études précédemment citées ont toutes opéré une distinction entre les prises de contrôle hostiles (soit celles pour lesquelles le conseil d'administration de la cible s'était opposé à l'offre publique d'achat) et amicales (soit celles pour lesquelles le conseil d'administration de la cible avait approuvé l'offre publique d'achat). Les prises de contrôle hostiles trouveraient leurs origines dans le besoin de remplacer une équipe dirigeante qui ne maximiserait pas la valeur de sa firme, ce qui leur confère un rôle disciplinaire, alors que les prises de contrôle amicales se feraient pour profiter de synergies qui découleraient du rapprochement entre deux firmes. Les

résultats de Morck, *et al.* (1988) et de Powell (1997) semblent confirmer la pertinence de cette distinction. Sur notre échantillon, tous les changements de contrôle ayant eu lieu se sont faits sur la base d'opérations amicales et il est donc opportun de se demander dans quelle mesure les variables de contrôle que nous avons incluses dans nos régressions sont pertinentes. Il semblerait pourtant que l'on puisse attribuer un rôle disciplinaire aux prises de contrôle amicales. En effet, sur le marché français, Riva et Thauvron (2003) montrent que les cibles d'OPA enregistrent une performance à long terme négative préalablement à la réalisation de l'opération. Bien que les auteurs ne précisent pas le caractère hostile des opérations retenues, il est fort probable que leur échantillon soit constitué en majorité de prises de contrôle amicales, puisque ce type d'opération constitue la très grande majorité des OPA sur le marché français. Sur le marché anglais, Weir et Laing (2002) démontrent que les prises de contrôle amicales peuvent aussi avoir un rôle disciplinaire.

## **2.3. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON ET DES RESULTATS DES TESTS**

Dans cette section, nous commencerons par présenter et commenter des statistiques descriptives de notre échantillon. Une présentation plus générale de l'échantillon de 292 entreprises a déjà été faite dans la section 1.4.2 du premier chapitre et pour cette raison, les statistiques descriptives de cette partie concerneront plus spécifiquement les pactes d'actionnaires. Ensuite, nous commenterons les résultats des tests univariés et multivariés de nos hypothèses de travail.

### **2.3.1. Statistiques descriptives concernant les pactes d'actionnaires**

Le détail des pactes d'actionnaires a pu être trouvé sur le prospectus d'introduction et/ou sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). Sur notre échantillon de 292 entreprises introduites entre 1996 et 2000 sur le second et le nouveau marché, nous avons répertorié 63 entreprises présentant des pactes d'actionnaires. Roosenboom et Schramade (2006) sont à notre connaissance les premiers à avoir intégré les pactes d'actionnaires dans une analyse empirique. Ils comptent 74 entreprises présentant un pacte d'actionnaires sur leur échantillon de 299 introductions en bourse sur le second et le nouveau marché, entre 1993 et 1999.

Roosenboom et Schramade (2006) produisent un tableau de statistiques descriptives sur les pactes d'actionnaires en France. Leur échantillon étant largement similaire au nôtre, nous avons effectué les mêmes calculs (tableau 2.2) afin de vérifier la cohérence entre notre étude et la leur sur ce point. Le panel A du tableau 2.2 décrit les différentes clauses qui ont pu être trouvées sur notre échantillon. Le droit de préemption est la clause la plus couramment présente dans un

pacte d'actionnaires ; nous en avons dénombré 50, soit environ 79,37% des entreprises présentant un pacte d'actionnaires. Cette clause instaure un droit de priorité entre les actionnaires dans le cas où l'un d'eux désirerait céder une partie ou la totalité de sa participation. Cette clause peut être instaurée au profit de l'ensemble des signataires ou bien seulement d'une partie de ces derniers. L'action de concert est aussi fréquemment observée (68,25% des pactes analysés). Vernimmen (2005) donne la définition suivante de l'action de concert : « *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu entre elles un accord express, soit en vue d'acquérir ou de céder des titres conférant des droits de vote, soit en vue de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis d'une société. Dans ce dernier cas, les actionnaires ne sont considérés comme agissant de concert que si l'accord porte sur l'ensemble des grandes orientations financières, industrielles et sociales.* » Les pactes de majorité représentent 30,16 % de notre échantillon de 63 firmes instaurant un pacte d'actionnaires. Un pacte de majorité est un pacte dans lequel les actionnaires se sont mis expressément d'accord pour conserver à tout moment plus de 50 % des droits de vote. Il se concrétise dans la plupart des cas par une clause d'inaliénabilité empêchant les signataires de céder une certaine fraction de leurs actions pendant la durée du pacte. Certains accords incluent des droits de sortie conjointe obligeant tout acquéreur des actions d'un des signataires à acheter également l'ensemble des actions des autres signataires (17 pactes représentant 26,98 % de l'échantillon). Finalement, on trouve 17 pactes (environ 26,98 % des 63 entreprises considérées) dans lesquels il est prévu une répartition des sièges au conseil d'administration entre certains signataires.

Le panel B du tableau 2.2 nous montre que dans 34 pactes d'actionnaires, il s'agit des administrateurs internes (c'est-à-dire les administrateurs exerçant des fonctions opérationnelles au sein d'entreprises). Les investisseurs dits « industriels » font partie de l'accord entre actionnaires dans huit entreprises (environ 12,70 %). Le résultat est similaire pour les investisseurs institutionnels, puisque sur notre échantillon, ils sont signataires d'un pacte d'actionnaires dans neuf des entreprises. Finalement, les entreprises de capital-risque sont présentes au sein de 13 pactes d'actionnaires, représentant environ 20,63 % des 63 pactes considérés dans cette étude.

### **2.3.2. Résultats des tests univariés**

Dans le tableau 2.3, nous avons procédé à des tests de différence de moyenne paramétriques et non paramétriques sur les divers facteurs pouvant influencer la présence d'un pacte d'actionnaires lors de l'introduction en bourse. Pour le groupe de 63 entreprises présentant un pacte d'actionnaires, la valeur moyenne de la variable PROBAVENTE est de 7,25 contre 5,09 pour les 229 entreprises ne disposant pas d'un pacte d'actionnaires. Cette différence est statistiquement significative au seuil de respectivement 1 % et 5 % pour le test de différence de

moyenne de Student et le test de différence de rang de Wilcoxon. Ce résultat signifie que plus la proportion d'OPA réalisées dans le secteur d'activité de la firme dans les trois années précédant son introduction en bourse est importante, plus il est probable que les actionnaires de cette dernière mettent en place un pacte. Si l'on admet que cette variable est une bonne approximation de la probabilité qu'un investisseur désireux de racheter l'entreprise se présente une fois son introduction en bourse réalisée, alors ce résultat corrobore l'hypothèse H1. Il est fort possible néanmoins que l'intensité des fusions et acquisitions dans le secteur d'une firme au cours des trois années précédant son introduction en bourse soit une très mauvaise approximation de la situation future une fois l'introduction en bourse passée. Quoi qu'il en soit, il semblerait que les dirigeants, après avoir observé une forte activité de fusions et acquisitions dans leur secteur, aient estimé qu'il était fort possible qu'un investisseur externe s'intéresse à leur firme et qu'il était plus prudent de protéger le contrôle, soit pour tout simplement rester à la tête de l'entreprise, soit pour pouvoir mieux négocier la cession du contrôle. Dans la deuxième ligne du tableau 2.3, nous observons que la concentration du capital (variable CAPCONC correspondant à l'indice de Herfindahl du pourcentage d'actions détenues par chacun des actionnaires présents lors de l'introduction en bourse) est significativement plus faible dans les 63 entreprises présentant un pacte d'actionnaires. Ce résultat est statistiquement significatif au seuil de 1 % pour le test de Student et de Wilcoxon. Il semblerait donc que ce soient les entreprises dont l'actionnariat est très dispersé qui mettent en place des pactes d'actionnaires. Ces deux résultats laissent penser que les pactes d'actionnaires sont un moyen de conserver le contrôle de l'entreprise, qui sera d'autant plus intéressant qu'aucun actionnaire ne détient une majorité du capital.

Les cinq variables suivantes correspondent à nos mesures de la probabilité d'un transfert de richesse *ex post* (CCFDIV, EXTCA, NBADMCA, FCF et CAPRIS). Seule la moyenne de la variable EXTCA mesurant l'indépendance du conseil d'administration est significativement différente entre le groupe d'entreprises présentant un pacte et celui qui n'en présente pas. La moyenne est de 8,74 pour le premier groupe et de 13,65 pour le second (*t* de Student de 2,19). Ce résultat corrobore l'hypothèse H3, puisque les entreprises ayant adopté un pacte d'actionnaires sont aussi celles qui ont en moyenne un conseil d'administration moins indépendant et qui pourraient donc présenter une probabilité de transfert de richesse *ex post* accrue.

### 2.3.3. Résultats des tests multivariés

#### 2.3.3.1. Facteurs explicatifs de la présence de pactes d'actionnaires lors de l'introduction en bourse

Le tableau 2.4 présente les résultats de nos estimations de modèles logistiques dont la variable dépendante prend la valeur 1 lorsqu'il existe un pacte d'actionnaires et 0 s'il n'y en a pas. Dans les quatre modèles présentés, la variable PROBAVENTE présente un coefficient positif d'environ 0,09 et statistiquement significatif au seuil de 5 % dans les modèles 1 et 3, et au seuil de 1 % dans le modèle 2. Ce résultat corrobore l'hypothèse H1 et confirme le test de différence de moyenne du tableau 2.3. Il semblerait donc que l'intensité des opérations de fusion-acquisition réalisées dans le secteur d'une entreprise incite ses actionnaires à mettre en place un pacte. De même, le résultat trouvé dans le tableau 2.3 concernant la variable CAPCONC se trouve confirmé dans nos régressions. En effet, le coefficient est négatif et significatif au seuil de 1 %, avec une statistique *t* supérieure ou égale à 4,16 selon les modèles. Nous pouvons donc conclure qu'un pacte d'actionnaires semble d'autant plus utile qu'il n'y a pas d'actionnaires majoritaires. Nous nous sommes demandé si l'influence positive de la probabilité d'apparition d'un acquéreur n'est pas d'autant plus importante qu'il n'existe pas d'actionnaire majoritaire. Pour ce faire, nous avons estimé le modèle 1 (résultats non reportés) en remplaçant la variable CAPCONC par une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les droits de vote du premier actionnaire sont strictement inférieurs à 50 % de l'ensemble des droits de vote post-introduction et 0 s'ils ne le sont pas. Nous avons ajouté un terme d'interaction entre cette variable et la variable PROBAVENTE. La variable dichotomique ajoutée présente un coefficient positif dont le *t* de Student est de 3,26, confirmant le fait que les pactes d'actionnaires sont mis en place plus souvent dans les entreprises où il n'existe pas d'actionnaire majoritaire. La variable PROBAVENTE conserve son effet positif et statistiquement significatif au seuil de 5 % sur la probabilité de mettre en place un pacte d'actionnaires, mais le terme d'interaction ne présente aucun effet statistiquement significatif. Cela nous amène à conclure que les variables PROBAVENTE et CAPCONC ont chacune un effet indépendant sur la probabilité de mise en place d'un pacte d'actionnaires. Ce résultat nous permet de déduire que les pactes d'actionnaires peuvent effectivement servir à négocier au mieux une cession anticipée de la firme, même lorsqu'il existe un actionnaire majoritaire. D'autre part, ils permettent d'obtenir la majorité des droits de vote dans les entreprises où l'actionnariat est dispersé ; mais cela ne semble pas être lié à la volonté de négocier au mieux une cession future de l'entreprise. La première explication est que notre variable PROBAVENTE n'est pas une bonne mesure de la probabilité anticipée par les actionnaires d'une opération de cession du contrôle. La seconde explication peut résider dans la

volonté de protéger ou d'obtenir des bénéfices privés et finalement, le pacte d'actionnaires peut aussi avoir pour motivation d'organiser une meilleure gestion de la firme en fédérant les actionnaires importants autour d'un pacte.

L'indépendance du conseil d'administration mesurée par la variable EXTCA présente un coefficient négatif de -0,02 statistiquement significatif au seuil de 5 % dans la première régression, ce qui confirme le test de différence de moyenne présenté dans le tableau 2.3. Plus le conseil d'administration est indépendant, moins il est nécessaire de mettre en place un pacte d'actionnaires. Ce résultat confirme l'hypothèse H3. De même, cette hypothèse est confirmée par l'effet positif et significatif au seuil de 10 % de la variable FCF. Plus le risque de surinvestissement est élevé, et plus il est probable d'observer la mise en place d'un pacte d'actionnaires. Ces deux résultats semblent montrer que les actionnaires mettent en place un pacte pour se protéger d'un risque accru de transfert de richesse *ex post*. Il est aussi possible de penser que le pacte protégera les nouveaux actionnaires minoritaires.

Finalement, il semblerait que la présence d'une entreprise de capital-risque au sein du conseil d'administration ait une influence négative sur la probabilité qu'ont les actionnaires de mettre en place un pacte d'actionnaires. La variable CAPRIS présente un coefficient négatif et statistiquement significatif au seuil de 5 %. Ce résultat corrobore aussi l'hypothèse H3, puisque nous pensons que la présence d'une entreprise de capital-risque au conseil d'administration devrait, toutes choses égales par ailleurs, réduire la possibilité qu'ont les actionnaires majoritaires d'opérer un transfert de richesse au détriment des investisseurs minoritaires.

Les quatre modèles présentés dans le tableau 2.4 sont tous globalement significatifs, puisque les statistiques du Chi-deux de chaque modèle estimé sont toutes significatives au seuil de 1 %. Par ailleurs, nos modèles permettent de reclasser correctement entre 77,74 % et 79,45 % de nos observations.

### *2.3.3.2. Pactes d'actionnaires et probabilité que la firme fasse l'objet d'une acquisition postérieurement à l'introduction en bourse*

Pour tester l'hypothèse H2, nous avons conduit des régressions logistiques dont la variable dépendante prend la valeur 1 si l'entreprise a fait l'objet d'une acquisition sur la période 1996-2005. Nous avons suivi chaque entreprise depuis son introduction en bourse jusqu'au 31 décembre 2005, en analysant les annonces faisant état d'une opération de fusion-acquisition et disponibles sur le site de l'Autorité des marchés financiers. Nous sommes partis des 292 entreprises constituant notre échantillon initial. Pour ne pas biaiser l'analyse, nous avons éliminé les entreprises radiées de la cote pour cause de faillite, ce qui nous a laissé 275 entreprises.

Les résultats sont présentés dans le tableau 2.5. Lorsque l'on considère l'échantillon total de 275, on constate que la variable PACTE n'a pas d'influence significative. La présence d'un pacte ne semble donc pas jouer sur la probabilité de faire l'objet d'une OPA. Par contre, on remarque un effet positif et significatif au seuil de 5 % (modèles 2 et 4) de la variable PACTEOPA, ce qui semble indiquer que lorsque le pacte est défini de manière à offrir une protection anti-OPA hostile, cela augmente la probabilité de faire l'objet d'une OPA amicale. Cependant, seul le modèle 4 est significatif et seulement au seuil marginal de 10 %. Si comme le pense Zingales (1995), il est optimal de conserver le contrôle pour négocier au mieux la cession de l'entreprise, alors les entreprises pour lesquelles l'actionnaire majoritaire détient plus de 50 % des droits de vote post-introduction n'ont rien à faire. Le problème se pose pour les entreprises dont la taille et le risque sont tellement importants qu'il n'existe pas d'actionnaire détenant une telle fraction des droits de vote. Dans ce cas, un pacte d'actionnaires peut être intéressant en permettant une coordination de plusieurs actionnaires dans le but de conserver la majorité des droits de vote. Pour examiner ce point, nous avons estimé les mêmes modèles, mais en nous restreignant aux firmes pour lesquelles il n'existe pas d'actionnaires détenant plus de la moitié des droits de vote (modèles 5 à 8). Nous constatons que la variable PACTE a une incidence positive et significative au seuil de 1 % dans les modèles 5 et 7. La variable PACTEOPA conserve l'effet positif trouvé dans les modèles 2 et 4. Elle est significative au seuil de 5 % dans le modèle 6 et au seuil de 1 % dans le modèle 8. Ces quatre derniers modèles sont tous globalement significatifs au seuil de 5 % pour les modèles 4 et 5 et au seuil de 1 % pour les modèles 6 et 7.

#### 2.3.3.3. *Analyse de survie et probabilité de cession*

Dans les régressions logistiques du paragraphe précédent, les différentes entreprises qui constituent notre échantillon n'ont pas forcément été observées pendant la même période. En effet, nous avons collecté les dates de fusion-acquisition jusqu'au 31 décembre 2005 pour chaque entreprise. Ainsi, celles qui ont été introduites au cours de l'année 1996 ont été observées sur une période d'au moins neuf ans ; celles qui ont été introduites en 1997 sur une période d'au moins huit ans, et ainsi de suite. Cette différence dans la période d'observation peut produire un biais dans l'analyse qui précède, puisque toutes choses égales par ailleurs, la probabilité d'observer une OPA est croissante avec la longueur de la période d'observation. Pour tenir compte de ce biais et nous assurer de la validité de nos résultats, nous avons réalisé une analyse de survie. Cette méthode, très largement utilisée dans le domaine médical, permet d'analyser la fréquence d'un évènement unique tout en tenant compte du délai de survenu de cet évènement. L'avantage de la méthode est aussi de pouvoir tenir compte des individus incomplètement suivis.



La réalisation d'une analyse de survie nécessite de définir trois dates :

- La date de fin d'observation : c'est la date à laquelle le chercheur commence son analyse et stoppe son observation ; pour nous, il s'agit du 31 décembre 2005.
- La date d'entrée dans l'échantillon : il s'agit du point de départ de l'observation, qui doit être le même pour tous les individus, mais dont la date peut différer d'un individu à l'autre ; dans le cas qui nous intéresse, la date d'entrée dans l'échantillon est évidemment l'introduction en bourse de la firme.
- La date de dernière consultation : il s'agit soit de la date où l'évènement d'intérêt survient, soit de la date de fin d'observation si ce dernier n'est toujours pas survenu lorsque le chercheur met fin à son étude. Dans notre présente recherche, il s'agira de la date d'annonce de l'opération de fusion-acquisition si elle survient, ou alors du 31 décembre 2005 dans le cas contraire.

Ainsi, le temps d'observation de chaque individu n'est pas le même : les premiers individus sont suivis plus longtemps que les derniers. Le temps de survie  $T$  pour chaque individu est défini par le temps écoulé entre la date de dernière consultation et la date d'analyse.

Une fois les dates et le temps de survie  $T$  définis, il est possible de procéder à l'estimation du modèle. Celle-ci peut se faire selon plusieurs méthodes. Tout d'abord, on peut estimer la probabilité de survivre jusqu'à la date  $t$  ou au-delà ; c'est ce que l'on appelle la fonction de survie ou courbe de vie  $S(t)$  définie par :

$$S(t) = P(T \geq t) = 1 - F(t) \quad (1)$$

avec  $F(t)$ , la fonction de distribution de la variable aléatoire  $T$ . On a généralement recours à l'estimation non paramétrique de Kaplan-Meier. En classant chronologiquement les dates de dernière consultation notées  $t_{(j)}$  de la manière suivante :  $t_{(1)} \leq t_{(2)} \dots \leq t_{(n)}$ , l'estimateur est donné par :

$$\hat{S}(t) = \prod_{j: t_{(j)} \leq t} \left( 1 - \frac{d_j}{n_j} \right)$$

avec  $d_j$  le nombre d'individus pour lesquels l'évènement est intervenu à la date  $t_{(j)}$ , et  $n_j$  le nombre d'individus pour lesquels l'évènement n'est pas intervenu et qui risquent encore de le voir se réaliser (en incluant ceux qui n'ont pas encore expérimenté l'évènement à la date de fin d'observation). Le produit est réalisé sur l'ensemble des dates inférieures ou égales à  $t$ . Une fois l'estimateur calculé pour chaque date, il est possible d'en donner une représentation graphique. La figure 2.1 donne l'évolution de la fonction de survie sur la période d'observation allant de la date d'introduction à la date de fin d'observation. À la date 0, la probabilité de survivre est bien

évidemment de 1 et elle décroît pour finir à un niveau d'environ 0,6. Ce résultat veut dire que la probabilité de ne pas subir une OPA évaluée à la date du 31 décembre 2005 est d'environ 0,6. Cette seule conclusion ne présente pas grand intérêt pour notre étude et ne nous apporte pas de réponse sur l'incidence que peut avoir un pacte d'actionnaires sur la probabilité de faire l'objet d'une OPA. Néanmoins, il est possible de répondre à cette question en comparant la fonction de survie des entreprises ayant adopté un pacte avec celles qui n'en ont pas adopté. La figure 2.2 nous donne le graphe des fonctions de survie des deux groupes. On s'aperçoit que la fonction de survie des entreprises présentant un pacte se situe en dessous de celle des entreprises n'ayant pas adopté de pacte à partir du 800<sup>e</sup> jour jusqu'au 2 900<sup>e</sup> jour environ. Un test dit du « *Logrank* » ou de « *Mantel-Haenszel* » permet d'estimer si les deux fonctions de survie sont significativement différentes l'une de l'autre. Le test est construit à partir du nombre d'occurrences prévu et observé de l'évènement étudié dans chacun des groupes pour chaque date d'occurrence de l'évènement. Les nombres d'occurrences attendues et réalisées à chaque date d'occurrence sont ensuite additionnés. Soit  $j = 1, \dots, J$  le nombre de dates où l'on observe une OPA dans l'un ou l'autre des groupes ; et pour chaque date  $j$ , soit respectivement  $n_{1j}$  et  $n_{2j}$ , le nombre de sujets « à risque » (ceux qui n'ont pas encore expérimenté d'OPA où qui sont arrivés à la date de fin d'observation) pour le groupe de firmes avec un pacte et le groupe de firmes sans pacte. De même, à chaque date  $j$ ,  $o_{1j}$  et  $o_{2j}$  représentent respectivement le nombre d'OPA observées pour le groupe de firmes avec un pacte et le groupe de firmes sans pacte. Notons  $n_j = n_{1j} + n_{2j}$  et  $o_j = o_{1j} + o_{2j}$ . Le test se définit alors par :

$$Q = \frac{\left( \sum_{j=1}^J o_{1j} - \sum_{j=1}^J \hat{e}_{1j} \right)^2}{\sum_{j=1}^J \hat{V}(\hat{e}_{1j})}$$

avec  $\hat{e}_{1j} = o_j \frac{n_{1j}}{n_j}$  et  $\hat{V}(\hat{e}_{1j}) = \frac{o_j (n_{1j}/n_j)(1 - n_{1j}/n_j)(n_j - o_j)}{n_j - 1}$ . Cette statistique est

distribuée selon une loi du Chi-deux à un degré de liberté avec comme hypothèse nulle que la fonction de survie des deux groupes est identique. Le tableau 2.6 donne les résultats de ce test de différence de courbe de survie pour des groupes constitués à partir des variables PACTE et PACTEOPA. Le test correspondant à la figure 2.2 est de 0,76 et non significatif pour la variable PACTE. Les fonctions de survie des groupes définis en fonction de cette variable se trouvent dans la figure 2.3. La statistique correspondant au test du « *Logrank* » est de 4,29 avec une probabilité de 0,0384, ce qui nous permet de rejeter l'hypothèse nulle au seuil de 1 %. La courbe

des entreprises pour lesquelles la variable PACTEOPA est égale à 1 se situe en dessous de l'autre courbe, ce qui indique que les entreprises disposant d'un pacte d'actionnaires les protégeant des OPA hostiles ont une probabilité de ne pas faire l'objet d'une OPA significativement plus faible. Ce résultat confirme celui des analyses de régressions logistiques et indique que la mise en place d'un pacte d'actionnaires offrant une protection contre les OPA hostiles augmente la probabilité d'occurrence d'une fusion ou acquisition amicale. Nous avons répété, dans le tableau 2.6, ces deux analyses en ne considérant que les entreprises qui ne disposent pas d'un actionnaire majoritaire (c'est-à-dire si le premier actionnaire détient une fraction des droits de vote inférieure à 50%) pour la variable PACTE (figure 2.4) et la variable PACTEOPA (figure 2.5). Les valeurs des tests de différence sont, pour les variables PACTE et PACTEOPA, respectivement de 7,74 (significatif au seuil de 1 %) et de 5,69 (significatif au seuil de 5 %). Ces résultats corroborent l'hypothèse H2.

Cette méthode ne nous permet d'analyser l'influence que d'une variable sur la fonction de survie ; mais il est aussi possible d'inclure plusieurs variables en utilisant le modèle de Cox, proche du modèle de régression logistique. Il permet d'exprimer la relation entre le risque instantané de survenu de l'évènement étudié et des facteurs de risques exprimés sous la forme de variables qualitatives ou quantitatives. L'estimation de ce modèle nécessite de définir une *fonction de risque* donnant à un individu le risque instantané à la date  $t$  d'expérimenter l'évènement étudié, sachant que cet évènement n'est pas encore survenu. Pour notre étude, la *fonction de risque* modélisera donc le risque instantané à la date  $t$  que l'entreprise fasse l'objet d'une OPA. La fonction de risque est donnée par :

$$h(t) = \frac{f(t)}{S(t)}$$

où  $f(t)$  représente la densité de probabilité du temps de survie  $T$  et  $S(t)$  la fonction de survie précédemment définie. La fonction de risque se calcule donc en divisant la probabilité instantanée de survenu d'une OPA à la date  $t$  par la probabilité de ne pas subir d'OPA jusqu'à la date  $t$ . Dans le modèle de Cox, la fonction de risque de l'individu  $i$  est modélisée de la sorte :

$$h_i(t) = h_0(t) \exp(X'_i \beta)$$

avec  $h_0(t)$  la fonction de risque de référence,  $\beta$  les coefficients de régression et  $X'_i$  un vecteur de variables explicatives. La fonction de risque de référence correspond à celle qui est obtenue lorsque toutes les variables sont nulles ; cette quantité n'est pas spécifiée dans le modèle. L'hypothèse principale du modèle est que le risque de chaque individu  $i$  est un multiple constant dans le temps des fonctions de risque des autres individus  $j$ . Le facteur de proportionnalité est

$\exp\left(\left(X_i - X_j\right)' \beta\right)$ , aussi appelé le *ratio de risque*. Les coefficients de régression permettent donc de calculer l'incidence sur le risque de survenu de l'évènement lorsqu'une des variables explicatives augmente d'une unité et que les autres restent constantes. L'estimation des paramètres  $\beta$  se fait en maximisant la fonction de vraisemblance partielle donnée par :

$$\sum_f \log \left( \frac{\exp(X'_f \beta)}{\sum_{i \in r(f)} \exp(X'_i \beta)} \right)$$

où la première somme est effectuée sur toutes les occurrences de l'évènement  $f$ , et la seconde sur tous les individus qui risquent encore d'expérimenter l'évènement (l'ensemble  $r(f)$ ).

Les résultats de ce modèle appliqué à nos données sont fournis dans le tableau 2.7. Nous avons associé à chaque variable le ratio de risque qui indique le coefficient d'augmentation ou de réduction de la fonction de risque lorsque la variable varie d'une unité. Un ratio de risque supérieur à 1 indique une incidence positive de la variable sur le risque de faire l'objet d'une OPA. Un ratio de risque inférieur à 1 indique une incidence négative de la variable sur le risque de faire l'objet d'une OPA. Les deux échantillons utilisés sont les mêmes que ceux sur lesquels nous avons estimé les modèles logistiques du tableau 2.5 : un échantillon de 275 firmes n'ayant pas fait l'objet d'une faillite et un échantillon de 115 firmes n'ayant pas fait l'objet d'une faillite et dont le premier actionnaire détient moins de 50 % des droits de vote. Les résultats sont très similaires à ceux qui ont été obtenus à partir des régressions logistiques. Lorsque l'on considère l'échantillon de 275 firmes, seule la variable PACTEOPA présente un effet significatif. Dans le modèle 2, la présence d'un pacte protégeant des OPA hostiles entraîne une augmentation de 139 %  $((2,39 - 1) \times 100)$  du risque instantané de faire l'objet d'une OPA. Dans le modèle 4, l'augmentation induite est de 108 %. Ces deux résultats sont significatifs au seuil de 1 %, mais seule la dernière régression est globalement significative au seuil de 10%, avec un Chi-deux de 3,45. Lorsque l'on se restreint aux entreprises ne disposant pas d'un actionnaire majoritaire, la présence d'un pacte d'actionnaires entraîne une forte augmentation du risque d'OPA, qui est significative au seuil 1 % (modèle 5 et 7). Il en est de même pour la variable PACTEOPA dans les modèles 6 et 7. La qualité de l'ajustement global est assez bonne pour les modèles 5 à 7, puisque tous les Chi-deux sont statistiquement significatifs au seuil de 1 %. Ces résultats corroborent l'hypothèse H2. Il semblerait donc que les pactes soient mis en place dans l'optique d'une future cession du contrôle de l'entreprise.

## CONCLUSION

Dans ce chapitre, nous avons tenté de déterminer les facteurs explicatifs de la mise en place de pactes d'actionnaires lors des introductions en bourse. D'après la littérature, les pactes d'actionnaires peuvent servir à protéger les intérêts des actionnaires signataires lorsque la probabilité d'un transfert de richesse opéré par l'actionnaire dominant est importante, et aussi au cours d'une renégociation liée à la nécessité de redéfinir les participations de chaque actionnaire lors d'une cession du contrôle à un acquéreur. Nos résultats montrent que la probabilité anticipée d'une cession de l'entreprise conduit à une probabilité plus élevée de mise en place d'un pacte. D'autre part, cette probabilité est affectée négativement par l'indépendance du conseil d'administration ainsi que la présence d'une entreprise de capital-risque au conseil d'administration, et positivement, bien que dans une moindre mesure, par le niveau des flux de trésorerie disponibles après l'introduction en bourse. Globalement, les pactes ont donc une probabilité plus importante d'être présents lorsqu'un transfert de richesse est plausible.

Nous nous sommes demandé ensuite si la présence d'un pacte d'actionnaires était liée positivement à la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'une prise de contrôle. Les résultats d'une analyse de survie montrent que lorsqu'il n'existe pas d'actionnaires détenant plus de 50 % des droits de vote, la présence d'un pacte d'actionnaires influence très fortement la probabilité de voir l'entreprise faire l'objet d'une OPA amicale. Ces résultats sont cohérents avec l'argument de Zingales (1995) selon lequel il est optimal de conserver le contrôle au moment de l'introduction en bourse, de manière à pouvoir négocier avec un investisseur le prix d'un bloc de contrôle.

## ANNEXE 2.1 : LE MODELE DE CHEMLA, ET AL. (2007)

### *Hypothèses du modèle*

Chemla, *et al.* (2007) proposent un modèle en trois temps :

- Temps 0 : les actionnaires  $a$  et  $b$  signent un contrat qui va spécifier les participations initiales  $\gamma$  et  $1-\gamma$  respectivement. Ce contrat peut inclure ou non des clauses allouant certains droits aux actionnaires fondateurs.
- Temps 1 : les actionnaires  $a$  et  $b$  investissent respectivement  $i_a$  et  $i_b$ .
- Temps 2 : l'état de la nature est réalisé,  $a$  et  $b$  peuvent renégocier le contrat original (les parts initiales) et/ou exercer les droits éventuellement conférés par un pacte d'actionnaires.
- Temps 3 : une vente de l'entreprise et/ou un transfert de richesse peut avoir lieu. La valeur finale de l'entreprise est réalisée pour chaque actionnaire.

Il existe deux états de la nature notés respectivement  $s_f$  et  $s_r$ . Dans l'état  $s_f$  la firme devrait rester la propriété de ses fondateurs pour que sa valeur soit maximisée alors que dans l'état  $s_r$ , le contrôle devrait être transféré à un investisseur externe. Soit  $V_f$  la valeur de la firme si elle reste la propriété des fondateurs et  $V_t$  la valeur de la firme si le contrôle est transféré à l'investisseur externe ; on a alors :  $V_f(s_f) > V_t(s_f)$  et  $V_t(s_r) > V_f(s_r)$ .

Les auteurs commencent par montrer que les participations initiales nécessaires pour s'assurer que chaque actionnaire réalisera des investissements *ex ante* optimaux sont proportionnelles au coût relatif de l'investissement *ex ante* pour chaque actionnaire. Ce coût est noté  $c_i$  avec  $i \in \{a, b\}$ . D'après la proposition 1, si les actionnaires fondateurs peuvent s'engager à garder le contrôle de l'entreprise dans l'état  $s_f$  et à transférer le contrôle à un investisseur externe dans l'état  $s_r$ , les participations initiales qui vont inciter chaque actionnaire à réaliser les investissements *ex ante* nécessaires sont :

$$\gamma_0 = \frac{c_a}{c_a + c_b} \quad \text{et} \quad (1 - \gamma_0) = \frac{c_b}{c_a + c_b}$$

Cependant, les actionnaires fondateurs ne peuvent s'engager de manière crédible, car si l'un d'eux a la possibilité d'augmenter son revenu en ne respectant pas son engagement initial et en

renégociant le partage de la richesse finale, il le fera certainement. La renégociation apportera une efficacité *ex post*, car elle permettra d'éviter un transfert de richesse, le refus du transfert du contrôle à un investisseur externe quand celui-ci maximise la valeur de la firme (état  $s$ ) ou le refus d'une IPO. Par contre, elle altèrera l'investissement *ex ante*, car les actionnaires ayant le pouvoir de négociation le plus faible vont anticiper le comportement opportuniste de l'actionnaire ayant le plus de pouvoir.

Les différentes clauses des pactes d'actionnaires permettent d'organiser les modifications des participations initiales des actionnaires fondateurs, de manière à ce que la richesse finale soit toujours partagée dans les proportions  $\gamma_0 = \frac{c_a}{c_a + c_b}$  et  $(1 - \gamma_0) = \frac{c_b}{c_a + c_b}$ .

#### ▪ Justification des options de vente

Dans le cas où l'état de la nature réalisé est  $s_b$  et si l'actionnaire  $a$  est incité à réaliser un transfert de richesse aux dépens de  $b$ , Chemla, *et al.* (2007) montrent qu'une option de vente conférée à  $b$  permet d'annuler le bénéfice pour  $a$  du transfert de richesse, tout en maintenant le partage de la valeur finale de l'entreprise dans les proportions initiales  $\gamma_0$  et  $(1 - \gamma_0)$ . Soit  $\Delta \in ]0, 1[$ , la part de la valeur de la firme qui sera détruite suite à un transfert de richesse, le bénéfice retiré du transfert de richesse est  $\alpha V_u(s) I \Delta$  avec  $I$ , le niveau de l'investissement initial réalisé. L'actionnaire opérant un transfert de richesse ne captera pas la totalité  $V_u(s) I \Delta$  du montant du transfert car  $\alpha \in \left] \frac{1}{2}, 1 \right]$  par hypothèse<sup>21</sup>. Par contre, le coût total du transfert de richesse est partagé entre tous les actionnaires et il sera notamment d'un montant  $\gamma_0 V_u(s) I \Delta$  pour l'actionnaire  $a$ . Il apparaît donc que ce dernier ne réalisera un transfert de richesse que si le bénéfice retiré est supérieur au coût, ce qui est le cas lorsque  $\alpha > \gamma_0$ . Pour que  $a$  ne soit plus incité à opérer un transfert de richesse, dans ce cas, il faut augmenter sa participation de  $\gamma_0$  à  $\gamma' \geq \alpha$ , ce qui aura pour effet de rendre le coût du transfert supérieur ou égal à la richesse qui en sera retirée. D'autre part, pour que la richesse finale soit toujours partagée dans les proportions  $\gamma_0$  et  $(1 - \gamma_0)$ , il faut fixer un prix d'exercice de l'option qui soit équitable et incite  $b$  à l'exercer. Les auteurs montrent que ce prix doit être :

---

<sup>21</sup> Le fait que  $\alpha > \frac{1}{2}$  implique que l'actionnaire ayant la possibilité de réaliser un transfert ne sera dissuadé de le faire que s'il devient majoritaire dans la firme, puisque le coût du transfert devient supérieur à la richesse qu'il procure si  $\alpha < \gamma$ .

$$P = (\gamma^r - \gamma_0)F$$

avec  $F = V_f(s_f)I$  la valeur équitable de la firme sous les conditions résultant de l'exercice de l'option. Les actionnaires sont donc incités à investir de manière optimale lors de la création de la firme, car chacun d'eux est sûr de recevoir la part de richesse décidée initialement, et ce même si  $a$  menace d'effectuer un transfert de richesse. Si tel est le cas,  $b$  exercera son option de vente et la richesse finale sera pour  $a$  :

$$\gamma^r V_f(s_f)I - (\gamma^r - \gamma_0)F$$

En remplaçant  $F$  par sa valeur  $V_f(s_f)I$  dans l'équation précédente, en développant et en simplifiant, on retrouve :

$$\gamma_0 V_f(s_f)I$$

Ainsi,  $a$  conserve la même part  $\gamma_0$  de la richesse finale qui avait été décidée à la création de l'entreprise. Il en est de même pour  $b$ , puisque lors de l'exercice de son option de vente, sa richesse s'écrira :

$$(1 - \gamma^r) V_f(s_f)I + (\gamma^r - \gamma_0)F$$

En effectuant les mêmes opérations que pour  $a$ , on trouve pour l'expression précédente :

$$(1 - \gamma_0) V_f(s_f)I$$

Ce qui correspond ici aussi à la fraction de la richesse finale  $(1 - \gamma_0)$  qui avait été prévue lors de la création de la firme.

En théorie, une option d'achat détenue par  $a$  aurait le même effet et il en retirerait une richesse finale égale à  $\gamma_0 V_f(s_f)I$ . Chemla, *et al.* (2007) montrent que si  $a$ , au lieu d'exercer son option d'achat, force une renégociation avec  $b$  en le menaçant d'opérer un transfert de richesse, il



peut retirer une richesse finale supérieure à  $\gamma_0 V_f(s_f)I$ . Les auteurs montrent aussi que  $b$  est incité à utiliser son option de vente car dans le cas contraire, il obtiendrait une richesse finale inférieure à  $(1-\gamma_0)V_f(s_f)I$ .

#### ▪ Justification des droits de sortie conjointe

Selon Chemla, *et al.* (2007) la présence de droits de sortie conjointe est nécessaire lorsque l'état de la nature réalisé est  $s_f$  (la valeur de la firme se trouve maximisée lorsque les fondateurs gardent le contrôle) et lorsqu'il existe un investisseur externe ayant la possibilité d'opérer un transfert de richesse dans le cas où il obtiendrait le contrôle de la firme. Dans la section précédente, l'actionnaire  $a$  pouvait utiliser sa capacité à opérer un transfert de richesse comme une menace lui permettant de forcer la renégociation du partage de la valeur finale de l'entreprise. Ici, le levier d'action sera non pas la possibilité d'opérer un transfert de richesse, mais de conférer le contrôle à un investisseur externe qui lui, a la capacité de réaliser un tel transfert.

Chacun des deux fondateurs, qu'il soit majoritaire ou minoritaire, dispose de la possibilité de forcer la renégociation du partage initial de la richesse en menaçant l'autre de vendre une fraction de sa participation à un investisseur externe qui aura la capacité de réaliser un transfert de richesse. Quel que soit l'actionnaire qui initie la vente de sa participation, la valeur finale de la firme s'en trouvera réduite. Si c'est l'actionnaire minoritaire qui vend sa participation dans la firme, alors la valeur de la firme se trouvera diminuée du fait du transfert de richesse qui sera opéré par l'investisseur externe. Si au contraire, il s'agit de l'actionnaire majoritaire qui vend sa participation, alors l'investisseur externe se voit conférer le contrôle de la firme. Dans ce cas, la valeur de la firme sera diminuée car par hypothèse, l'état de la nature réalisé est  $s_f$  ce qui implique que la valeur de la firme est maximale si les fondateurs conservent le contrôle de l'entreprise.

Bien sûr, aucun des deux actionnaires ne vendra sa participation à l'investisseur externe ; mais la renégociation du partage de la valeur finale nécessaire pour éviter cette vente entraînera une altération de l'investissement initial s'il n'existe pas de mécanisme assurant que chaque actionnaire se verra attribuer la part de la valeur finale de l'entreprise décidée lors de sa création.

Ainsi, les pactes d'actionnaires prévoyant des clauses de sortie conjointe permettent de prévenir une renégociation dans un tel cas. En permettant à un des fondateurs de vendre sa participation à l'investisseur externe lorsque l'autre fondateur veut le faire et ce dans les mêmes conditions, les droits de sortie conjointe annulent la possibilité qu'a l'investisseur externe d'opérer un transfert de richesse, puisqu'il se retrouverait avec 100 % du capital. Ce faisant, les droits de sortie conjointe rendent inopérante une quelconque menace de vendre sa participation à un investisseur externe qui aurait pu réaliser un transfert de richesse.

### ▪ **Justification des obligations de sortie conjointe**

Ces clauses entrent en jeu lorsque l'état de la nature réalisé est  $s_t$  (le contrôle de l'entreprise devrait être transféré à un investisseur externe), et que l'actionnaire fondateur  $a$  est capable de réaliser un transfert de richesse. Chemla, *et al.* (2007) vont distinguer le cas où  $a$  est majoritaire du cas où il est minoritaire.

Si  $a$  est minoritaire, il est incité à entreprendre un transfert de richesse lorsqu'il en a la possibilité. Pour ne pas être incité à réaliser ce transfert, il doit donc obligatoirement vendre la totalité de sa participation dans la firme. De plus, comme  $a$  est minoritaire,  $b$  devra vendre aussi une part des actions qu'il détient dans la firme, de telle sorte que le bloc ainsi constitué représente la majorité du capital, puisque nous sommes dans l'état  $s_t$  et que la valeur de la firme sera maximisée si l'investisseur externe possède le contrôle de l'entreprise.

Chemla, *et al.* (2007) montrent que  $a$ , en refusant de vendre sa participation à l'investisseur externe, pourra capter la totalité de l'augmentation de valeur rendue possible par la prévention du transfert de richesse dont il a le pouvoir. L'actionnaire fondateur majoritaire  $b$ , en refusant lui aussi de vendre à l'investisseur externe avec  $a$ , peut s'approprier la totalité de l'augmentation de valeur rendue possible par le transfert du contrôle à l'investisseur externe.

Comme le transfert du contrôle à l'investisseur externe maximise la valeur de la firme, les fondateurs vont essayer d'éviter une situation où ils ont intérêt à ne pas vendre en renégociant, ce qui, une fois de plus, aura pour effet de modifier le partage initialement prévu de la richesse finale et donc l'investissement à réaliser *ex ante* pour maximiser la valeur de la firme.

La solution consiste donc à conférer à l'actionnaire fondateur qui serait pénalisé en cas de renégociation le droit de forcer l'autre fondateur à céder une partie ou l'ensemble de sa participation, de façon à transférer à l'investisseur externe un bloc de contrôle.

Dans le cas où  $a$  est majoritaire, il peut, en faisant obstacle à une vente à l'investisseur externe, capter les gains liés à la fois à la prévention d'un transfert de richesse et à la cession d'un bloc de contrôle à l'investisseur externe. L'actionnaire fondateur  $b$  n'a aucun avantage à retirer en faisant obstacle au transfert du contrôle de la firme à l'investisseur externe ; donc, il lui sera donné la possibilité de forcer la cession par  $a$  d'une partie de ses actions.

### ▪ **Justification des clauses de demande d'introduction en bourse**

Chemla, *et al.* (2007) intègrent un troisième état de la nature  $s_{ipo}$  dans lequel la valeur de la firme sera maximisée si elle est introduite en bourse, ce qui se traduit par :

$$V_{ipo}(s_{ipo}) > V_u(s_{ipo}) \text{ avec } u \in \{t, f\}$$

La relation précédente indique que lorsque l'état  $s_{ipo}$  est réalisé, la valeur de la firme lors d'une introduction en bourse est supérieure à la valeur résultant d'une conservation du contrôle par les actionnaires fondateurs ( $u = f$ ) et à celle qui découle d'une cession à un investisseur externe ( $u = t$ ).

Si le pouvoir de négociation d'un des deux fondateurs vis-à-vis de l'autre est supérieur à sa participation dans la firme, alors il aura intérêt à menacer de s'opposer à une introduction en bourse créatrice de valeur pour forcer une renégociation du partage initial de la valeur finale de la firme en sa faveur. Il faut donc empêcher cet actionnaire de s'opposer à une introduction en bourse lorsqu'elle est créatrice de valeur. Les clauses de demande d'introduction en bourse vont jouer ce rôle. Par ailleurs, cette clause n'empêche pas un des actionnaires de s'opposer à une introduction dans le cas où elle ne créerait pas de valeur, puisqu'elles définissent par avance les conditions dans lesquelles l'introduction sera jugée profitable (c'est-à-dire la survenue de l'état de la nature  $s_{ipo}$ ).

#### ▪ **Justification des droits d'inclusion dans l'introduction en bourse**

Toujours dans le cas où l'état de la nature réalisé est  $s_{ipo}$ , l'actionnaire majoritaire peut inclure une fraction disproportionnée de ses actions, lésant de ce fait le minoritaire. Un droit de sortie conjointe pour l'actionnaire minoritaire est alors nécessaire et dans ce cas, il prendra le nom de droit d'inclusion dans l'introduction en bourse. Il permettra ainsi à chaque fondateur de participer à l'introduction en bourse à concurrence de sa participation dans la firme.

## ANNEXE 2.2 : LE MODELE DE CHOI (2007)

Pour analyser les motivations de son adoption, Choi (2007) va modéliser la clause de préemption comme un processus d'enchère modifiée où le détenteur du droit peut observer l'enchère faite par une tierce partie avant de révéler la sienne. Il va comparer les espérances de profit dans cette enchère modifiée de deux acheteurs,  $B_1$  et  $B_2$ , et d'un vendeur  $S$ , avec celles que ces trois acteurs obtiendraient si la vente se faisait par l'intermédiaire de systèmes d'enchères standards. Dans ce chapitre, nous avons tenté de déterminer les facteurs explicatifs de la mise en place de pactes d'actionnaires lors des introductions en bourse. D'après la littérature, les pactes d'actionnaires peuvent servir à protéger les intérêts des actionnaires signataires lorsque la probabilité d'un transfert de richesse opéré par l'actionnaire dominant est importante, et aussi au cours d'une renégociation liée à la nécessité de redéfinir les participations de chaque actionnaire lors d'une cession du contrôle à un acquéreur. Nos résultats montrent que la probabilité anticipée d'une cession de l'entreprise conduit à une probabilité plus élevée de mise en place d'un pacte. D'autre part, cette probabilité est affectée négativement par l'indépendance du conseil d'administration ainsi que la présence d'une entreprise de capital-risque au conseil d'administration, et positivement, bien que dans une moindre mesure, par le niveau des flux de trésorerie disponibles après l'introduction en bourse. Globalement, les pactes ont donc une probabilité plus importante d'être présents lorsqu'un transfert de richesse est plausible.

Nous nous sommes demandé ensuite si la présence d'un pacte d'actionnaires était liée positivement à la probabilité que l'entreprise fasse l'objet d'une prise de contrôle. Les résultats d'une analyse de survie montrent que lorsqu'il n'existe pas d'actionnaires détenant plus de 50 % des droits de vote, la présence d'un pacte d'actionnaires influence très fortement la probabilité de voir l'entreprise faire l'objet d'une OPA amicale. Ces résultats sont cohérents avec l'argument de Zingales (1995) selon lequel il est optimal de conserver le contrôle au moment de l'introduction en bourse, de manière à pouvoir négocier avec un investisseur le prix d'un bloc de contrôle.

Les trois acteurs,  $B_1$ ,  $B_2$  et  $S$  sont risque-neutres et cherchent à maximiser le profit réalisé lors de la vente aux enchères. La valeur de réservation du bien pour le vendeur  $S$  est nulle par hypothèse. L'acheteur  $B_1$  peut se voir concéder ou non un droit de préemption par  $S$ . La valeur inconnue du bien pour l'acheteur  $i$  est notée  $V_i$  avec  $i \in \{1, 2\}$  et  $s_i$  représente le signal sur la valeur du bien disponible pour l'acheteur  $i$ ; c'est la réalisation d'une variable aléatoire  $S_i$ . Le vecteur aléatoire  $(S_1, S_2)$  est distribué sur l'ensemble  $[0, 1]^2$  avec une densité de probabilité  $f(s_1, s_2)$  continue et deux fois différentiable. De plus, les variables aléatoires  $S_1$  et  $S_2$  sont affiliées :  $\frac{f(s'_1, s'_2)}{f(s_1, s_2)} \geq \frac{f(s'_1, s_2)}{f(s_1, s_2)}$  pour  $s'_1 > s_1$  et  $s'_2 > s_2$ . Cette hypothèse mathématique implique une forme de corrélation positive entre les deux signaux : si  $s_1$  est important, alors  $s_2$  le sera probablement aussi. L'espérance de valeur pour l'acheteur  $i$  conditionnellement à l'observation des signaux  $s_1$  et  $s_2$  est notée  $v_i(s_1, s_2) \equiv E(V_i | S_1 = s_1, S_2 = s_2)$  où  $v_i$  est une fonction strictement croissante en  $s_i$  et non décroissante en  $s_{-i}$ . Les évaluations faites par les acheteurs  $B_1$  et  $B_2$  sont symétriques :  $v_1(s, s') < v_2(s', s)$  et elles satisfont la propriété de croisement unique :  $v_1(s, s') > v_1(s', s)$  et  $v_2(s, s') < v_2(s', s)$  si  $s > s'$ . Cette dernière hypothèse assure que l'acheteur recevant le signal le plus fort aura la valorisation la plus élevée du bien et que lors d'une enchère anglaise, le bien sera obtenu par l'acheteur dont la valorisation est la plus importante.

Dans un premier temps,  $S$  décide de concéder ou non un droit de préemption à  $B_1$  et annonce sa décision aux deux acheteurs. Si  $B_1$  se voit concéder le droit, il paye une compensation à  $S$ ; sinon,  $S$  choisit un des quatre systèmes standards d'enchère : l'enchère anglaise, hollandaise, au premier prix sous scellés ou au second prix sous scellés. Ensuite, les acheteurs observent de manière privée et sans supporter de coûts leur signal respectif. Finalement, la vente aux enchères est réalisée et le bien est vendu à l'acheteur ayant fait la meilleure offre. Si  $B_1$  bénéficie du droit de préemption, l'acheteur externe  $B_2$  révèle son offre en premier et  $B_1$  fera son offre après avoir observé celle de  $B_2$ . Il n'y a pas d'actualisation et chaque acheteur cherche à maximiser son profit  $V_i - p_i$ , où  $p_i$  représente le prix payé par l'acheteur  $i$ .

Choi (2007) commence par comparer les profits joints obtenus par  $S$  et  $B_1$  dans les enchères standards. Un des résultats de la théorie des enchères est que l'enchère au premier prix est stratégiquement équivalente à l'enchère hollandaise, de même que l'enchère anglaise est stratégiquement équivalente à l'enchère au second prix. Deux enchères sont stratégiquement équivalentes si, malgré leurs différences apparentes, elles génèrent les mêmes stratégies d'offre

pour les acheteurs et la même espérance de profit pour le vendeur. Étant donné ce résultat, l'auteur limite son analyse à l'enchère au premier prix et l'enchère anglaise. Soit  $E(\pi_i^j)$  le profit espéré du joueur  $i \in \{1, 2, S\}$  dans l'enchère  $j \in \{e, f\}$ , où  $e$  représente l'enchère anglaise et  $f$  l'enchère au premier prix. La proposition 1 du modèle de Choi (2007) est :

$$E(\pi_s^f + \pi_1^f) \leq E(\pi_s^e + \pi_1^e) \leq E(V_1) \quad (2)$$

D'après la théorie des enchères, nous trouvons les relations suivantes :  $E(\pi_s^f) \leq E(\pi_s^e)$  et  $E(\pi_1^f) = E(\pi_2^f)$  avec  $j \in \{e, f\}$ . Par ailleurs, la propriété de croisement unique assure que les deux types d'enchères sont efficaces *ex post* :

$$E(\pi_s^f) + E(\pi_1^f) + E(\pi_2^f) = E(\pi_s^e) + E(\pi_1^e) + E(\pi_2^e) \quad (3)$$

Puisque  $E(\pi_s^f) \leq E(\pi_s^e)$ , alors pour que l'égalité ci-dessus soit vraie, nous avons nécessairement :  $E(\pi_1^f) + E(\pi_2^f) \geq E(\pi_1^e) + E(\pi_2^e)$ , ce qui nous donne, en utilisant le deuxième résultat issu de la théorie des enchères :

$$E(\pi_2^f) - E(\pi_2^e) \geq 0$$

En réadaptant la condition d'efficacité *ex post* (équation (3)), on obtient :

$$E(\pi_s^f + \pi_1^f) + E(\pi_2^f) - E(\pi_2^e) = E(\pi_s^e + \pi_1^e)$$

D'où nécessairement :

$$E(\pi_s^f + \pi_1^f) \leq E(\pi_s^e + \pi_1^e)$$

Pour établir la deuxième partie de la proposition 1 (équation (2)), il faut évaluer le profit joint de  $S$  et de  $B_1$  selon que ce dernier remporte ou non la vente lors d'une enchère anglaise, autrement dit selon que  $s_1 \geq s_2$  ou que  $s_1 < s_2$ . Dans une enchère anglaise, chaque participant  $i$  reste dans

l'enchère jusqu'à ce que le prix proposé atteigne la valeur  $v_i(s_i, s_i)$  qu'il assigne au bien. Le gagnant de l'enchère payera alors le second meilleur prix offert. Si  $s_1 \geq s_2$ , alors l'acheteur  $B_2$  abandonnera l'enchère lorsque le prix proposé sera égal à  $v_2(s_2, s_2)$ .  $B_1$  gagne l'enchère et paye donc  $v_2(s_2, s_2)$ , ce qui lui rapporte un profit de  $v_1(s_1, s_2) - v_2(s_2, s_2)$ . Le vendeur réalisera un profit égal à  $v_2(s_2, s_2)$ , puisque sa valeur de réservation est nulle par hypothèse. Le profit global réalisé par le couple  $(S, B_1)$  est donc égal à  $v_1(s_1, s_2)$ . Dans le cas où  $s_1 < s_2$ ,  $B_1$  abandonne l'enchère lorsque le prix proposé atteint  $v_1(s_1, s_1)$  et  $B_2$  remporte l'enchère en payant  $v_1(s_1, s_1)$  au vendeur.  $B_1$  réalise un profit nul et  $S$  obtient un profit de  $v_1(s_1, s_1)$ , qui sera le profit global du couple  $(S, B_1)$ . Dans ce dernier cas, la valeur seuil de l'actif au-delà de laquelle  $B_1$  abandonne l'enchère est inférieure à celle qu'il aurait inférée s'il avait eu l'occasion d'observer  $s_2$  :  $v_1(s_1, s_2) \geq v_1(s_1, s_1)$ . Autrement dit, quand  $B_2$  gagne l'enchère, le profit joint de  $B_1$  et  $S$  est inférieur à la valeur de l'objet pour  $B_1$  lorsque ce dernier peut observer son propre signal  $s_1$  et celui de son concurrent  $s_2$ . Formellement, l'espérance de profit joint de  $S$  et  $B_1$  peut s'écrire :

$$E(\pi_s^e + \pi_1^e) = P(s_1 > s_2)E(v_1(s_1, s_2) | s_1 > s_2) + P(s_1 \leq s_2)E(v_1(s_1, s_1) | s_1 \leq s_2) \quad (4)$$

La valeur de l'objet pour  $B_1$ , lorsqu'il peut observer  $s_1$  et  $s_2$ , s'écrit :

$$E(V_1) = P(s_1 > s_2)E(v_1(s_1, s_2) | s_1 > s_2) + P(s_1 \leq s_2)E(v_1(s_1, s_2) | s_1 \leq s_2) \quad (5)$$

La différence entre les deux équations réside dans leur dernier terme et lorsque  $s_1 \leq s_2$ , nous avons  $v_1(s_1, s_1) \leq v_1(s_1, s_2)$  qui implique  $E(v_1(s_1, s_1) | s_1 \leq s_2) \leq E(v_1(s_1, s_2) | s_1 \leq s_2)$  et donc :

$$E(\pi_s^e + \pi_1^e) \leq E(V_1)$$

Choi (2007) poursuit son analyse en comparant l'espérance de profit de  $S$  et  $B_1$ , si ce dernier dispose d'un droit de préemption, avec celle qui résulte soit de l'enchère anglaise, soit de l'enchère au premier prix. Quand  $B_1$  dispose du droit de préemption, il exercera son option si et seulement si, après avoir observé l'offre faite par  $B_2$  et conditionnellement à son propre signal

$s_1$ , son espérance de valeur de l'actif est supérieure à l'offre de  $B_2$ . Soit  $b_i$  la stratégie de l'acheteur  $i$  avec  $i = \{1, 2\}$ , la stratégie optimale de  $B_1$  s'écrit :

$$b_1(s_1, b_2) = \begin{cases} b_2 & \text{si } b_2 \leq E(V_1 | s_1, b_2) \\ 0 & \text{si } b_2 > E(V_1 | s_1, b_2) \end{cases}$$

Une expression analytique de la stratégie optimale de  $B_2$  étant difficile à trouver, Choi (2007) se contente d'assumer que, conditionnellement à  $s_2$ ,  $B_2$  offrira  $b_2 \in [\underline{b}, \bar{b}]$  avec une distribution  $h(b_2 | s_2) \geq 0$ . Il présente ensuite la proposition 2 du modèle : le profit joint de  $S$  et  $B_1$  est supérieur lorsque  $S$  concède un droit de préemption à  $B_1$ , comparativement à l'organisation d'une des enchères standards. La propriété s'énonce formellement de la manière suivante :

$$E(\pi_s^k + \pi_1^k) \leq E(V_1) \leq E(\pi_s^r + \pi_1^r) \text{ où } k \in \{e, f\}$$

Supposons que  $B_2$ , conditionnellement à  $s_2$ , offre  $b_2 \in [0, \bar{v}]$  avec une distribution  $h(b_2 | s_2) \geq 0$ .  $B_1$  observe  $s_1$  et  $b_2$  et exerce son droit de préemption si et seulement si  $E(V_1 | s_1, b_2) \geq b_2$ . Le profit espéré, conditionnel à  $s_1$  et  $b_2$ , est donc :

$$E(\pi_s^r + \pi_1^r | s_1, b_2) = \max\{b_2, E(V_1 | s_1, b_2)\} \geq E(V_1 | s_1, b_2)$$

Si  $P(b_2 > E(V_1 | s_1, b_2)) > 0$ , alors l'inégalité précédente sera stricte pour certaines valeurs de  $s_1$  et de  $b_2$ . Avec le droit de préemption, le profit joint de  $S$  et  $B_1$  sera donc :

$$E(\pi_s^r + \pi_1^r) = E(E(\pi_s^r + \pi_1^r | s_1, b_2)) \geq E(E(V_1 | s_1, b_2)) = E(V_1)$$

Ce résultat combiné avec la proposition 1 (équation (2)) amène :

$$E(\pi_s^e + \pi_1^e) \leq E(V_1) \leq E(\pi_s^r + \pi_1^r)$$

Cette équation montre que  $S$  et  $B_1$  ont toujours intérêt à mettre en place un droit de préemption, puisque leur espérance de profit joint est maximale. Pour comprendre ce résultat, supposons que



$S$  et  $B_1$  observent  $s_1$ . S'il n'existe pas d'acheteur externe  $B_2$  et étant donné que  $E(V_1 | s_1) \geq 0$ , le vendeur rendra toujours à  $B_1$ , leurs profits joints *ex ante* seront égaux à  $E(V_1)$ . Supposons maintenant qu'il existe un acheteur  $B_2$  prêt à offrir un prix  $b > 0$ . La stratégie optimale pour  $S$  et  $B_1$  sera, après avoir observé  $s_1$ , d'accepter l'offre si  $E(V_1 | s_1) < b$  mais pas si  $E(V_1 | s_1) \geq b$ . Ainsi, l'offre faite par  $B_2$  permet de fixer un seuil minimal au surplus joint de  $S$  et  $B_1$ . Tant qu'il y aura une probabilité positive que ces derniers acceptent l'offre faite par  $B_2$  (c'est-à-dire :  $P(E(V_1 | s_1) < b) > 0$ ) alors leurs profits *ex ante* seront supérieurs à  $E(V_1)$ . L'offre faite par  $B_2$  contribue simplement à fixer un seuil minimal à  $S$  et  $B_1$ . Ces derniers ne peuvent obtenir le même résultat dans le cadre d'une enchère anglaise, car lorsque  $B_2$  dispose d'un signal plus favorable ( $s_2 > s_1$ ),  $S$  est obligé de lui vendre l'actif engendrant un profit joint  $v_1(s_1, s_2)$  inférieur à la valeur de l'actif pour  $B_1$  ( $v_1(s_1, s_1)$ ).

Choi (2007) montre que l'augmentation de profit *ex ante* autorisée par la mise en place d'un droit de préemption se fait au détriment d'une tierce partie ( $B_2$ ), puisqu'il permet au détenteur de remporter l'enchère même si son évaluation de l'actif est plus faible.

**Tableau 2.1. Variables utilisées dans l'étude**

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
PROBAVENTE	H1	+	Nombre d'acquisitions réalisées dans le secteur de la firme rapporté au nombre total d'acquisitions tous secteurs confondus dans les trois ans précédant l'introduction en bourse. Le secteur de la firme est identifié par les deux premiers chiffres de son code SIC.
PACTE	H2	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si certains actionnaires de l'entreprise ont conclu un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire.
PACTEOPA	H2	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte d'actionnaires protège les membres d'une prise de pouvoir lors d'une OPA hostile et 0 dans le cas contraire. Un pacte d'actionnaires sera considéré comme protégeant d'une OPA hostile s'il contient des dispositions (clauses d'inaliénabilité et/ou de préemption) prévoyant explicitement ou bien aboutissant de fait à la stabilité d'un bloc d'actions équivalant à plus de 50 % des droits de vote.
CCFDIV	H3	+	Divergence entre la participation dans le capital et le degré de contrôle exercé par l'actionnaire le plus influent. En notant SS1 l'indice de Shapley-Shubik et CF1 la part d'action détenue, on a : $CCFDIV = \frac{SS1 - CF1}{SS1}$
EXTCA	H3	-	Proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration.
NBADMCA	H3	+	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration.
FCF	H3	+	<i>Free cash-flow</i> de la firme après distribution de dividendes disponibles dans la base de données <i>Thomson Financial</i> .
BTMH	H3	-	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si la variable BTM est supérieur à sa médiane et 0 si elle ne l'est pas.
CAPRIS	H3	-	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque au moins une entreprise de capital-risque détient un siège au conseil d'administration.
AGE	CONTRÔLE	?	Logarithme de l'âge de la firme défini comme le nombre d'années séparant l'introduction en bourse de la constitution de la société.
ROA	CONTRÔLE	?	Ratio du résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif net comptable calculé à partir des données disponibles dans les derniers bilans et comptes de résultat avant l'introduction en bourse.
MARBRUTE	CONTRÔLE	?	Ratio de l'excédent brut d'exploitation divisé par le chiffre d'affaires calculé à partir des données disponibles dans les derniers bilans et comptes de résultat avant l'introduction en bourse.
ACTICORP	CONTRÔLE	?	Ratio du total des immobilisations corporelles nettes divisé par le total de l'actif net comptable calculé à partir des données disponibles dans les derniers bilans et comptes de résultat avant l'introduction en bourse.
IDIORIS	CONTRÔLE	+	Variable mesurant le risque spécifique de la firme défini comme l'écart type des rentabilités boursières anormales sur les 60 jours suivant le dixième jour après l'introduction en bourse.
CLUST	CONTRÔLE	?	Mesure de la concentration des introductions en bourse sur le mois d'introduction de l'entreprise : $\frac{\text{Nombre d'introduction sur les 9 mois autour du mois d'introduction}}{\text{Nombre total d'introduction sur la période du 09/1995 au 04/2001}}$
TECH	CONTRÔLE	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie (codes SIC : 48, 283, 357, 365-367, 376, 382, 384, 737, 8731) et 0 autrement.
DETTEFI	CONTRÔLE	-	Rapport des dettes financières sur le total de l'actif net disponible lors du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse.
BTM	CONTRÔLE	?	<i>book-to-Market</i> défini comme le rapport entre la valeur comptable des capitaux propres figurant au bilan du dernier exercice comptable avant l'introduction en bourse et la capitalisation boursière définie comme le produit du prix d'offre définitif et du nombre d'actions composant le capital social de l'entreprise après introduction.
TAILLE	CONTRÔLE	+	Logarithme de la valeur nette comptable des actifs de l'entreprise pour le dernier exercice comptable complet avant la date d'introduction en bourse.

**Tableau 2.2. Statistiques descriptives sur les pactes d'actionnaires**

<b>Panel A : types de clauses</b>	<b>Nombre de clauses</b>	<b>%</b>
Préemption	50	79,37
Action de concert	43	68,25
Pacte de majorité	19	30,16
Droit de sortie conjoint	17	26,98
Représentation CA	17	26,98

<b>Panel B : actionnaires signataires du pacte</b>	<b>Nombre de cas</b>	<b>%</b>
Administrateur interne	34	53,97
Investisseur industriel	8	12,70
Capital-risque	13	20,63
Investisseur institutionnel	9	14,29

L'échantillon d'entreprises présentant des pactes d'actionnaires représente 21,58% de notre échantillon (292 firmes introduites sur la période 1996-2000, cf. chapitre 1), soit 63 entreprises.

**Tableau 2.3. Tests de différence paramétriques et non paramétriques sur les facteurs influençant la présence de pactes d'actionnaires**

Variables	Entreprises ne présentant pas un pacte d'actionnaires		Entreprises présentant un pacte d'actionnaires		Tests de différence de moyenne	
	N	Moyenne	N	Moyenne	t de Student	z de Wilcoxon
PROBAVENTE	229	5,09	63	7,25	- 2,75***	- 2,31**
CAPCONC	229	3 570,83	63	2 311,16	5,26***	3,24***
CCFDIV	229	30,04	63	28,95	0,38	0,27
EXTCA	229	13,65	63	8,74	2,19**	1,40
NBADMCA	229	4,93	63	5,19	- 0,86	- 0,88
FCF	229	-4,42	63	-4,40	- 0,01	- 0,52
CAPRIS	229	0,34	63	0,37	- 0,36	- 0,36

Ce tableau présente des tests de différence de moyenne et de rang entre un groupe de 63 entreprises présentant un pacte d'actionnaires et un groupe de 229 entreprises ne disposant pas d'un tel pacte. La colonne « **N** » donne la fréquence des entreprises du groupe concerné et la colonne « **Moyenne** » donne la moyenne des différentes variables listées en ligne. La variable **PROBAVENTE** est une mesure de la probabilité de l'apparition d'un investisseur se portant acquéreur de l'entreprise postérieurement à son introduction en bourse. Cette variable correspond à l'intensité des opérations de fusion-acquisition dans le secteur d'activité de l'entreprise au cours des trois années précédant son introduction en bourse. La variable **CAPCONC** est une mesure de la concentration du capital. Elle correspond à l'indice de Herfindahl des fractions de capital détenues par chaque actionnaire après l'introduction en bourse. La variable **CCFDIV** mesure la divergence entre le degré de contrôle et les droits aux flux du premier actionnaire de l'entreprise. La variable **EXTCA** est une mesure de l'indépendance du conseil d'administration correspondant à la fraction d'administrateurs externes que compte ce dernier. La variable **NBADMCA** mesure la taille du conseil d'administration et correspond au nombre d'administrateurs composant ce dernier. La variable **FCF** correspond au niveau des flux de trésorerie disponibles après investissement. La variable **CAPRIS** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si une entreprise de capital-risque est présente dans le capital de la firme et 0 dans le cas contraire. Les deux dernières colonnes reportent respectivement la valeur du *t* de Student (test paramétrique) et du *z* de Wilcoxon (test non paramétrique).

- \* significatif au seuil de 10%
- \*\* significatif au seuil de 5%
- \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 2.4. Analyse des déterminants de la présence de pactes d'actionnaires**

	Modèles logistiques dont la variable dépendante prend la valeur 1 lorsqu'est présent un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>CONSTANTE</b>	<b>-0,52</b> (0,30)	<b>-0,55</b> (0,38)	<b>-2,38</b> (1,57)	<b>-0,05</b> (0,03)
<b>PROBAVENTE</b>	<b>0,09</b> (2,18)**	<b>0,10</b> (2,59)***	<b>0,08</b> (1,97)**	
<b>CCFDIV</b>	<b>-0,01</b> (0,87)			<b>-0,01</b> (0,85)
<b>EXTCA</b>	<b>-0,02</b> (2,00)**	<b>-0,02</b> (1,92)*		<b>-0,02</b> (1,80)*
<b>NBADMCA</b>	<b>0,05</b> (0,59)			<b>0,04</b> (0,43)
<b>CAPRIS</b>	<b>-1,00</b> (2,46)**	<b>-0,83</b> (2,23)**		<b>-0,92</b> (2,30)**
<b>FCF</b>	<b>0,02</b> (1,80)*			<b>0,02</b> (1,85)*
<b>BTMH</b>	<b>0,00</b> (0,26)			<b>0,00</b> (0,12)
<b>FCF × BTMH</b>	<b>-0,02</b> (1,01)			<b>-0,02</b> (1,30)
<b>CAPCONC</b>	<b>-0,00</b> (4,21)***	<b>-0,00</b> (4,16)***		<b>-0,00</b> (4,17)***
<b>IDIORIS</b>	<b>0,02</b> (1,23)		<b>0,02</b> (1,81)*	<b>0,02</b> (1,66)*
<b>CLUST</b>	<b>-0,03</b> (2,02)**	<b>-0,03</b> (2,06)**	<b>-0,02</b> (1,27)	<b>-0,03</b> (2,21)**
<b>TECH</b>	<b>-0,80</b> (1,73)*	<b>-0,78</b> (1,87)*	<b>-0,23</b> (0,58)	<b>-0,21</b> (0,58)
<b>DETTEFI</b>	<b>-0,01</b> (1,18)		<b>-0,01</b> (0,76)	<b>-0,01</b> (1,40)
<b>TAILLE</b>	<b>0,21</b> (1,17)	<b>0,18</b> (1,33)	<b>0,13</b> (0,97)	<b>0,20</b> (1,14)
Observations	292	292	292	292
Chi-deux	42,81***	34,87***	15,28**	37,87***
R2 de Cox & Snell	0,14	0,11	0,05	0,12
% correct	78,42	79,11	77,74	79,45

Les régressions portent sur un échantillon de 292 entreprises introduites sur le second et le nouveau marché entre 1996 et 2000. Les coefficients des variables sont en gras et les statistiques de Wald indiquant la significativité sont présentées entre parenthèses en dessous de chaque coefficient. La variable **PROBAVENTE** est une mesure de la probabilité de l'apparition d'un investisseur se portant acquéreur de l'entreprise postérieurement à son introduction en bourse. Cette variable correspond à l'intensité des opérations de fusion-acquisition dans le secteur d'activité de l'entreprise dans les trois années précédant son introduction en bourse. La variable **CAPCONC** est une mesure de la concentration du capital. Elle correspond à l'indice de Herfindahl des fractions de capital détenues par chaque actionnaire après l'introduction en bourse. La variable **CCFDIV** mesure la divergence entre le degré de contrôle et les droits aux flux du premier actionnaire de l'entreprise. La variable **EXTCA** est une mesure de l'indépendance du conseil d'administration correspondant à la fraction d'administrateurs externes que compte ce dernier. La variable **NBADMCA** mesure la taille du conseil d'administration et correspond au nombre d'administrateurs composant ce dernier. La variable **CAPRIS** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si une entreprise de capital-risque est présente dans le capital de la firme et 0 dans le cas contraire. La variable **FCF** correspond au niveau des flux de trésorerie disponibles après investissement. La variable **BTMH** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque le ratio valeur comptable sur valeur de marché des capitaux propres est supérieur à sa médiane. La variable **FCF × BTMH** représente le terme d'interaction entre les variables **FCF** et **BTMH**. La variable **IDIORIS** correspond au risque spécifique de la firme. La variable **CLUST** est une mesure de l'intensité des introductions en bourse sur la période d'introduction de chaque firme de l'échantillon. La variable **TECH** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise exerce une activité liée à la haute technologie. La variable **DETTEFI** est le rapport des dettes financières au total de l'actif net comptable. La variable **TAILLE** correspond à la valeur nette de l'actif comptable. Dans la dernière ligne, nous indiquons le pourcentage de cas correctement prédits par chaque modèle.

- \* significatif au seuil de 10%
- \*\* significatif au seuil de 5%
- \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 2.5. Pactes d'actionnaires et prédiction des fusions-acquisitions amicales**

Variable dépendante : occurrence d'une fusion ou d'une acquisition amicale postérieure à l'introduction en bourse								
	Échantillon total				Firmes dont le 1 <sup>er</sup> actionnaire détient moins de 50% des droits de vote			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<b>Constante</b>	<b>-2,10</b> (1,04)	<b>-2,44</b> (1,19)	<b>-2,75</b> (2,38)**	<b>-2,94</b> (2,50)**	<b>-5,94</b> (1,54)	<b>-6,57</b> (1,66)*	<b>-4,54</b> (2,17)**	<b>-4,96</b> (2,39)**
<b>PACTE</b>	<b>0,42</b> (1,07)		<b>0,25</b> (0,70)		<b>1,97</b> (2,90)***		<b>1,53</b> (2,90)***	
<b>PACTEOPA</b>		<b>1,03</b> (2,09)**		<b>0,98</b> (2,13)**		<b>1,79</b> (2,52)**		<b>1,52</b> (2,66)***
<b>CAPCONC</b>	<b>0,00</b> (1,30)	<b>0,00</b> (1,56)	<b>0,00</b> (1,27)	<b>0,00</b> (1,64)	<b>-0,00</b> (2,39)**	<b>-0,00</b> (2,10)**	<b>-0,00</b> (2,38)**	<b>-0,00</b> (2,29)**
<b>EXTCA</b>	<b>-0,01</b> (0,96)	<b>-0,01</b> (1,05)			<b>-0,03</b> (1,20)	<b>-0,03</b> (1,44)		
<b>NBADMCA</b>	<b>0,27</b> (0,53)	<b>0,32</b> (0,64)			<b>0,14</b> (0,15)	<b>0,85</b> (0,87)		
<b>ROA</b>	<b>-0,02</b> (1,15)	<b>-0,02</b> (1,05)			<b>-0,02</b> (0,65)	<b>-0,02</b> (0,53)		
<b>MARBRUTE</b>	<b>0,01</b> (0,58)	<b>0,01</b> (0,51)			<b>-0,00</b> (0,13)	<b>-0,00</b> (0,02)		
<b>AGE</b>	<b>-0,31</b> (1,48)	<b>-0,32</b> (1,52)			<b>0,05</b> (0,12)	<b>-0,02</b> (0,04)		
<b>ACTICORP</b>	<b>0,01</b> (1,07)	<b>0,02</b> (1,17)			<b>0,02</b> (0,55)	<b>0,02</b> (0,63)		
<b>FCF</b>	<b>-0,00</b> (0,28)	<b>-0,00</b> (0,12)			<b>0,00</b> (0,14)	<b>0,01</b> (0,42)		
<b>CLUST</b>	<b>-0,01</b> (0,31)	<b>-0,01</b> (0,21)			<b>-0,05</b> (0,54)	<b>-0,06</b> (0,72)		
<b>TECH</b>	<b>-0,39</b> (0,94)	<b>-0,37</b> (0,89)			<b>-0,37</b> (0,51)	<b>-0,49</b> (0,68)		
<b>BTM</b>	<b>0,00</b> (0,21)	<b>0,00</b> (0,15)			<b>-0,03</b> (1,07)	<b>-0,03</b> (1,17)		
<b>TAILLE</b>	<b>0,05</b> (0,30)	<b>0,06</b> (0,35)	<b>0,11</b> (0,95)	<b>0,11</b> (0,97)	<b>0,65</b> (1,88)*	<b>0,71</b> (2,07)**	<b>0,39</b> (1,93)*	<b>0,45</b> (2,23)**
Observations	275	275	275	275	115	115	115	115
Chi-Deux	16,70	19,67	2,01	6,61*	33,00**	30,37**	20,26***	18,60***
R2 de Cox & Snell	0,06	0,07	0,01	0,02	0,23	0,22	0,15	0,14
% Correct	79,04	80,07	79,38	79,38	83,20	84,00	83,20	82,40

La variable **PACTE** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les actionnaires de l'entreprise sont liés par un pacte et 0 s'ils ne le sont pas. La variable **PACTEOPA** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte a pour conséquence de protéger la firme d'une prise de contrôle hostile et 0 dans le cas contraire. La variable **CAPCONC** est une mesure de la concentration du capital. Elle correspond à l'indice de Herfindahl des fractions de capital détenues par chaque actionnaire après l'introduction en bourse. La variable **EXTCA** est une mesure de l'indépendance du conseil d'administration correspondant à la fraction d'administrateurs externes que compte ce dernier. La variable **NBADMCA** mesure la taille du conseil d'administration et correspond au nombre d'administrateurs composant ce dernier. La variable **ROA** mesure la rentabilité économique ; elle est égale au rapport du résultat d'exploitation avec le total de l'actif net comptable. La variable **MARBRUTE** correspond à la marge brute définie comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation avec le chiffre d'affaires. La variable **AGE** correspond au logarithme du nombre d'années entre la date d'introduction en bourse et la date de constitution de la société. La variable **ACTICORP** correspond au rapport de la valeur nette des immobilisations corporelles avec le total de l'actif net comptable. La variable **FCF** correspond au niveau des flux de trésorerie disponibles après investissement. La variable **CLUST** est une mesure de l'intensité des introductions en bourse sur la période d'introduction de chaque firme de l'échantillon. La variable **TECH** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise exerce une activité liée à la haute technologie. La variable **BTM** correspond au ratio de la valeur comptable des capitaux propres avec leur valeur de marché. La variable **TAILLE** correspond à la valeur nette de l'actif comptable. Dans la dernière ligne, nous indiquons le pourcentage de cas correctement prédits par chaque modèle.

- \* significatif au seuil de 10%
- \*\* significatif au seuil de 5%
- \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 2.6. Tests du « Logrank » de différence des fonctions de survie de groupes constitués selon les variables PACTE et PACTEOPA**

Variable de regroupement	Échantillon	N	Valeur du test	P-value
PACTE	Total	275	0,76	0,382
PACTEOPA	Total	275	4,29**	0,038
PACTE	Firmes sans actionnaire majoritaire	115	7,74***	0,005
PACTEOPA	Firmes sans actionnaire majoritaire	115	5,69**	0,017

La variable **PACTE** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les actionnaires de l'entreprise sont liés par un pacte et 0 s'ils ne le sont pas. La variable **PACTEOPA** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte a pour conséquence de protéger la firme d'une prise de contrôle hostile et 0 dans le cas contraire. La colonne P-value donne la probabilité de rejeter l'hypothèse nulle d'absence de différence entre les courbes de survie des deux groupes.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 2.7. Pactes d'actionnaires et prédiction des fusions-acquisitions : régressions de Cox**

	Variable dépendante : occurrence d'une fusion ou d'une acquisition amicale postérieure à l'introduction en bourse							
	Echantillon total				Firmes dont le 1 <sup>er</sup> actionnaire détient moins de 50% des droits de vote			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<b>PACTE</b>	<b>1,44</b> (1,10)		<b>1,31</b> (0,87)		<b>6,82</b> (3,35)***		<b>4,01</b> (3,21)***	
<b>PACTEOPA</b>		<b>2,39</b> (2,16)**		<b>2,08</b> (2,03)**		<b>4,75</b> (2,72)***		<b>3,32</b> (2,74)***
<b>CAPCONC</b>	<b>1,00</b> (1,20)	<b>1,00</b> (1,48)			<b>0,99</b> (2,38)**	<b>0,99</b> (1,96)**	<b>0,99</b> (2,82)***	<b>0,99</b> (2,59)***
<b>EXTCA</b>	<b>0,99</b> (1,08)	<b>0,99</b> (1,21)			<b>0,98</b> (1,44)	<b>0,97</b> (1,60)		
<b>NBADMCA</b>	<b>1,49</b> (0,89)	<b>1,53</b> (0,95)			<b>1,36</b> (0,37)	<b>2,06</b> (0,87)		
<b>ROA</b>	<b>0,98</b> (1,13)	<b>0,98</b> (1,08)			<b>0,96</b> (1,56)	<b>0,96</b> (1,48)		
<b>MARBRUTE</b>	<b>1,01</b> (0,68)	<b>1,01</b> (0,64)			<b>1,04</b> (1,38)	<b>1,04</b> (1,43)		
<b>AGE</b>	<b>0,77</b> (1,43)	<b>0,78</b> (1,43)			<b>1,10</b> (0,32)	<b>1,16</b> (0,46)		
<b>ACTICORP</b>	<b>1,00</b> (0,42)	<b>1,00</b> (0,55)			<b>0,99</b> (0,18)	<b>0,99</b> (0,32)		
<b>FCF</b>	<b>0,99</b> (0,94)	<b>0,99</b> (0,79)			<b>0,99</b> (0,43)	<b>0,99</b> (0,00)		
<b>CLUST</b>	<b>1,01</b> (0,90)	<b>1,01</b> (1,04)			<b>0,99</b> (0,23)	<b>0,98</b> (0,66)		
<b>TECH</b>	<b>0,69</b> (1,03)	<b>0,74</b> (0,84)			<b>1,17</b> (0,26)	<b>1,04</b> (0,06)		
<b>BTM</b>	<b>1,00</b> (0,24)	<b>1,01</b> (0,20)			<b>0,99</b> (0,70)	<b>0,99</b> (0,57)		
<b>TAILLE</b>	<b>0,97</b> (0,18)	<b>0,99</b> (0,10)			<b>1,52</b> (1,54)	<b>1,51</b> (1,56)	<b>1,25</b> (1,40)	<b>1,34</b> (1,73)*
Observations	275	275	275	275	115	115	115	115
Chi-Deux	10,57	13,49	0,72	3,45*	29,96***	25,69**	21,12***	17,74***

La variable **PACTE** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si les actionnaires de l'entreprise sont liés par un pacte et 0 s'ils ne le sont pas. La variable **PACTEOPA** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte a pour conséquence de protéger la firme d'une prise de contrôle hostile et 0 dans le cas contraire. La variable **CAPCONC** est une mesure de la concentration du capital. Elle correspond à l'indice de Herfindahl des fractions de capital détenues par chaque actionnaire après l'introduction en bourse. La variable **EXTCA** est une mesure de l'indépendance du conseil d'administration correspondant à la fraction d'administrateurs externes que compte ce dernier. La variable **NBADMCA** mesure la taille du conseil d'administration et correspond au nombre d'administrateurs composant ce dernier. La variable **ROA** mesure la rentabilité économique ; elle est égale au rapport du résultat d'exploitation avec le total de l'actif net comptable. La variable **MARBRUTE** correspond à la marge brute définie comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation avec le chiffre d'affaires. La variable **AGE** correspond au logarithme du nombre d'années entre la date d'introduction en bourse et la date de constitution de la société. La variable **ACTICORP** correspond au rapport de la valeur nette des immobilisations corporelles avec le total de l'actif net comptable. La variable **FCF** correspond au niveau des flux de trésorerie disponibles après investissement. La variable **CLUST** est une mesure de l'intensité des introductions en bourse sur la période d'introduction de chaque firme de l'échantillon. La variable **TECH** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise exerce une activité liée à la haute technologie. La variable **BTM** correspond au ratio de la valeur comptable des capitaux propres avec leur valeur de marché. La variable **TAILLE** correspond à la valeur nette de l'actif comptable. Dans la dernière ligne, nous indiquons le pourcentage de cas correctement prédits par chaque modèle.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%



Figure 2.1. Fonction de survie de Kaplan-Meier sur l'ensemble des 275 firmes introduites en bourse sur la période 1996-2000 et observées jusqu'au 31 décembre 2005

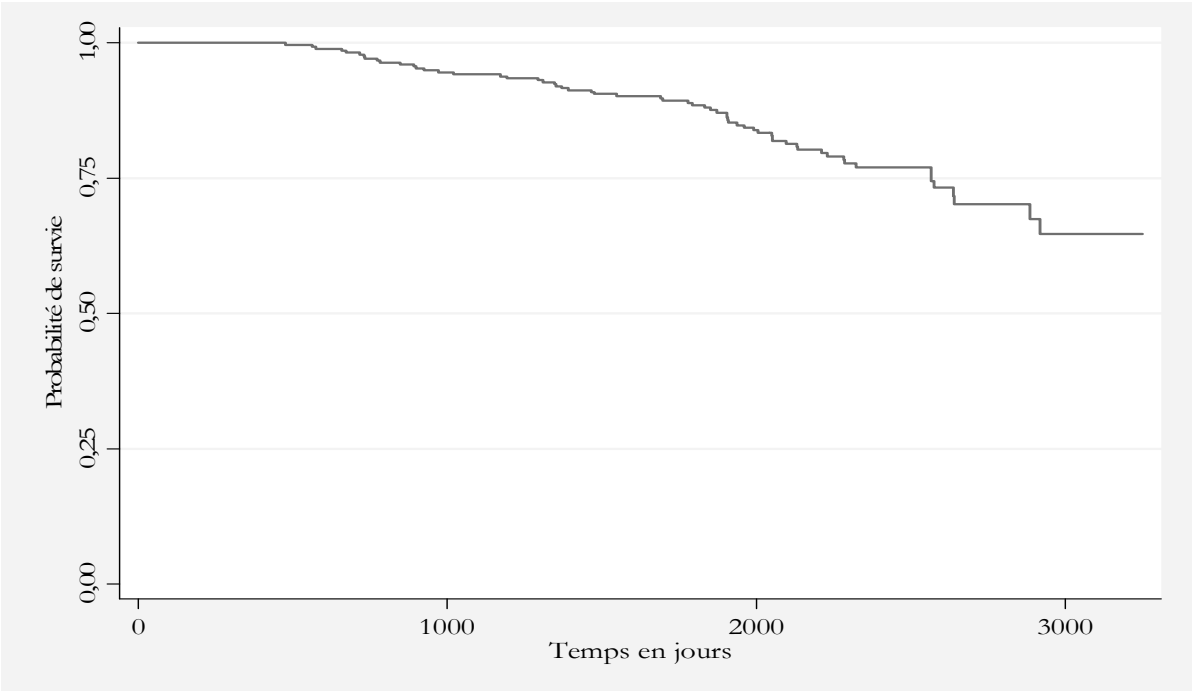


Figure 2.2. Comparaison des fonctions de survie de Kaplan-Meier des entreprises ayant adopté un pacte (pacte=1) avec celles qui ne l'ont pas fait (pacte=0)

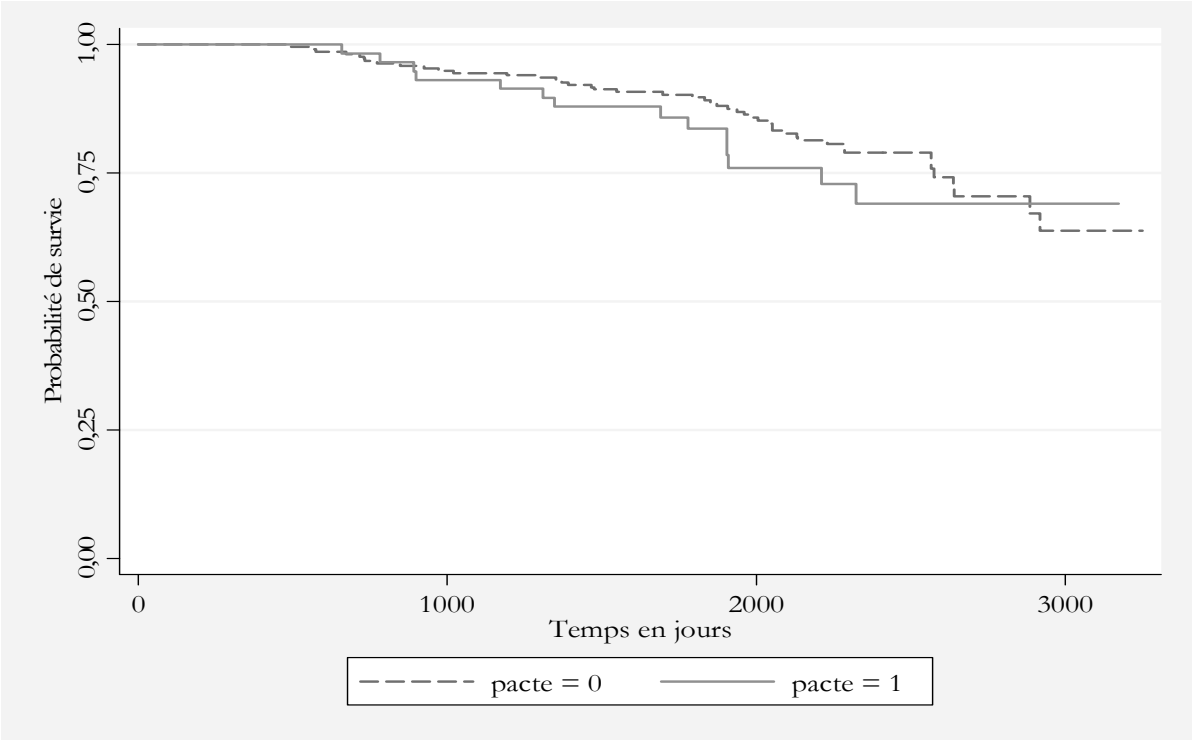


Figure 2.3. Comparaison des fonctions de survie de Kaplan-Meier des entreprises ayant adopté un pacte protégeant des OPA hostiles (pacteopa=1) avec celles qui ne disposent pas de pacte ou si ce dernier n'offre pas de protection contre les OPA hostiles (pacteopa=0)

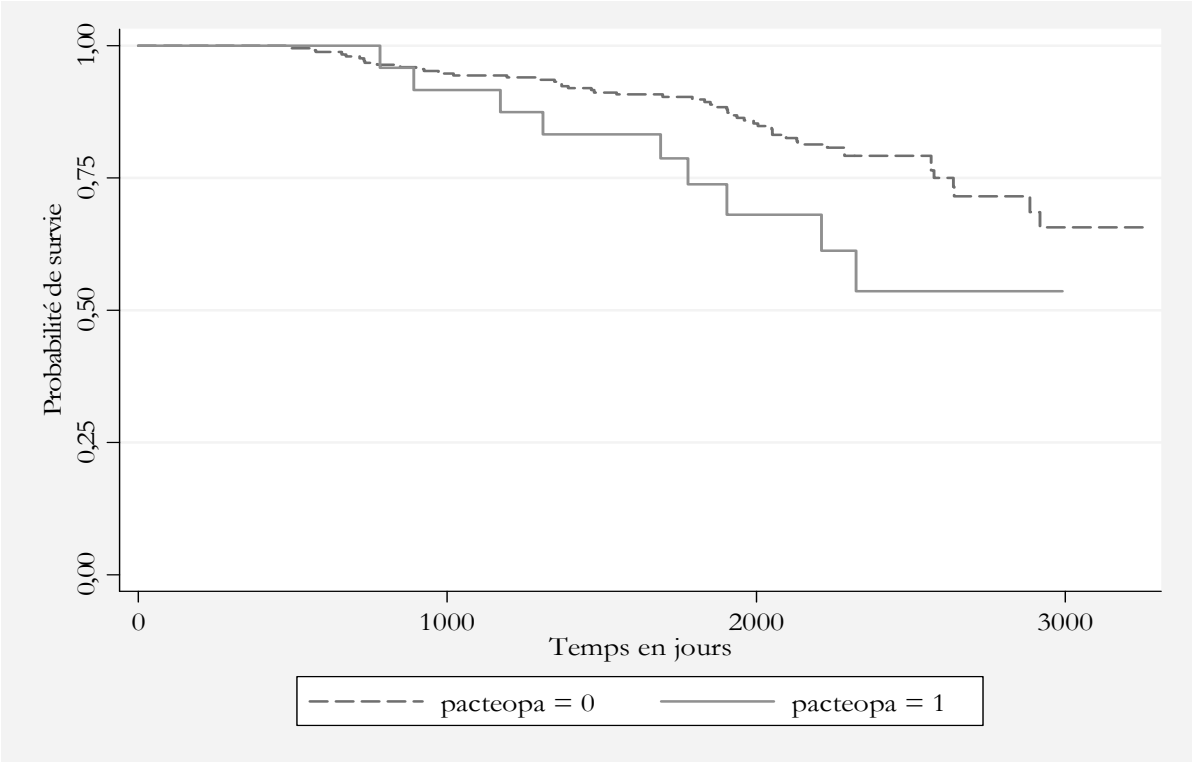


Figure 2.4. Comparaison des fonctions de survie de Kaplan-Meier des entreprises ayant adopté un pacte (pacte=1) avec celles qui ne l'ont pas fait (pacte=0) lorsqu'il n'existe pas d'actionnaire majoritaire

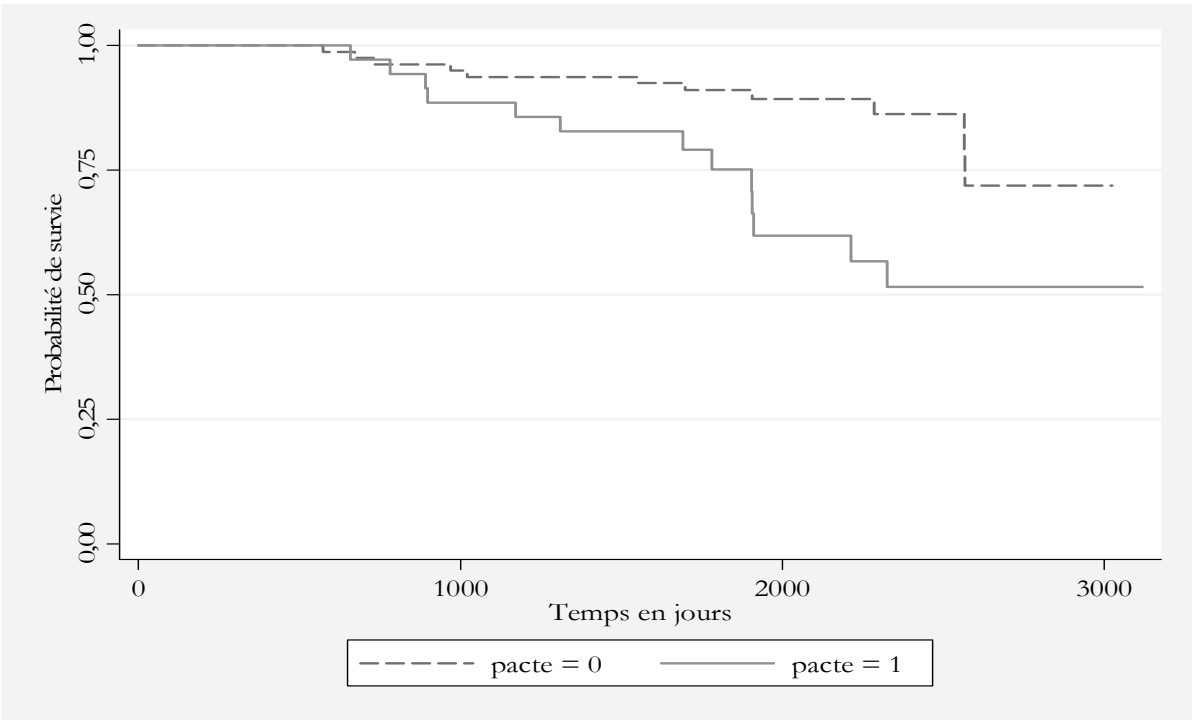
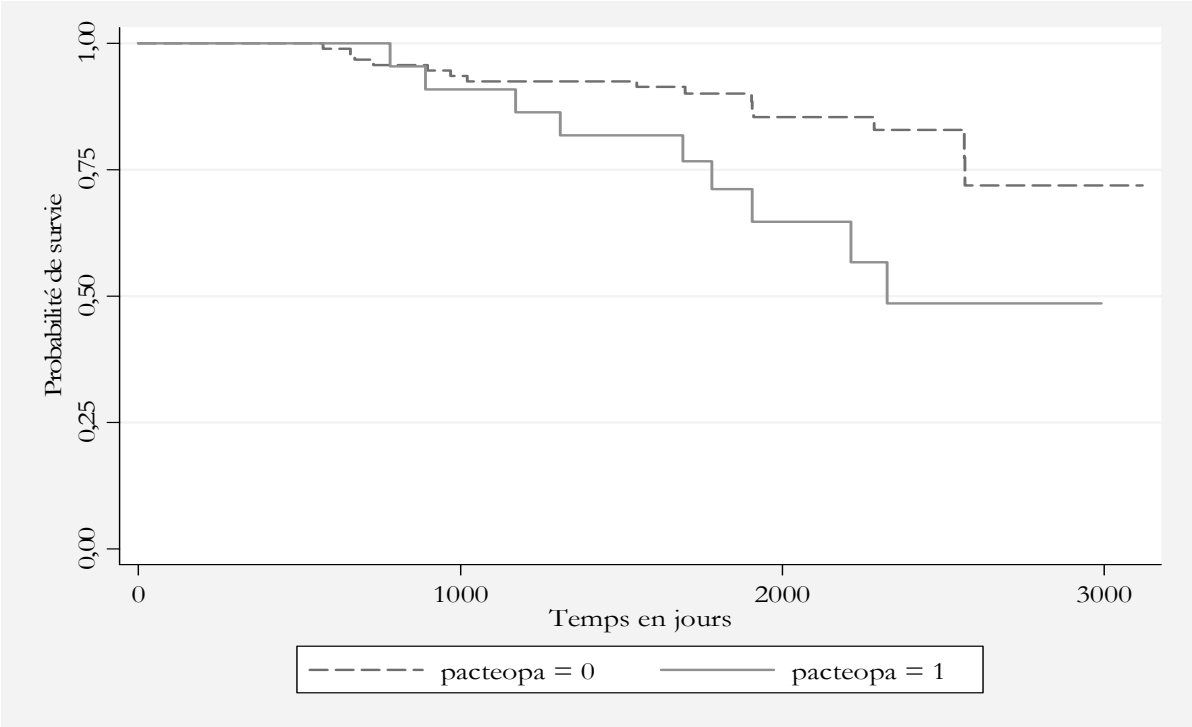


Figure 2.5. Comparaison des fonctions de survie de Kaplan-Meier des entreprises ayant adopté un pacte protégeant des OPA hostiles (pacteopa=1) avec celles qui ne disposent pas de pactes ou si ce dernier n'offre pas de protection contre les OPA hostiles (pacteopa=0) lorsqu'il n'existe pas d'actionnaire majoritaire



## CHAPITRE 3. IMPACT DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION ET DES PACTES D'ACTIONNAIRES SUR LA VALEUR DE LA FIRME

### INTRODUCTION

En finance, la question de la valeur est bien évidemment centrale, d'un point de vue pratique mais aussi scientifique, comme le rappellent Caby et Hirigoyen (2001). Depuis les travaux de Williams (1938) définissant la valeur d'un actif quelconque comme la valeur actuelle de tous les flux financiers espérés que cet actif génèrera, les chercheurs et théoriciens ont étudié l'influence des décisions stratégiques et financières sur la valeur de la firme.

Les premières décisions financières analysées concernaient le choix d'une structure de financement et la politique de dividende, avec les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1958, 1961). Deux grands courants de pensée se sont affrontés sur ces deux questions, l'un défendant la thèse de la neutralité, et l'autre celui de la non-neutralité. Dans les années soixante-dix, les théories de la signalisation et de l'agence vont permettre d'approfondir l'analyse des effets du choix d'une structure du capital et de la politique de dividende sur la valeur de la firme. Pour la théorie du signal, l'effet sur la valeur dépendra de la transmission efficace d'informations sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise dans un contexte d'asymétrie d'information. Pour la théorie positive de l'agence, l'analyse de la relation entre une décision financière particulière et la valeur de la firme dépendra de son potentiel à limiter le comportement opportuniste du dirigeant et à résoudre le conflit dirigeants/actionnaires ou actionnaires majoritaires/actionnaires minoritaires.

De plus, les cadres théoriques de l'agence et du signal vont mettre en lumière de nouveaux leviers d'actions sur la valeur. La théorie du signal suppose l'existence d'une asymétrie d'information entre les actionnaires historiques et le marché financier. Les dirigeants des entreprises de qualité vont essayer de se distinguer des entreprises de moins bonne qualité en prenant des décisions dont le coût ne pourra être supporté par ces dernières. Ainsi, la participation des dirigeants dans l'entreprise, la rémunération par *stock-option*, l'augmentation de la dette, la sous-évaluation initiale et la distribution de dividendes sont autant de signaux potentiels.

La création de valeur au sein de l'entreprise est directement influencée par les choix stratégiques, et notamment par l'investissement judicieux des ressources de l'entreprise. Or, la qualité de ces décisions va dépendre du cadre institutionnel dans lequel elles sont prises, celui-ci étant désigné par l'expression « gouvernance d'entreprise ». L'analyse de la gouvernance d'entreprise sera faite principalement grâce à la théorie de l'agence et à ce titre, la relation entre le dirigeant et les actionnaires sera au centre du processus de création de valeur. Le dirigeant est le

responsable des décisions stratégiques et en tant qu'agent des actionnaires, il se doit de prendre chaque décision dans leur intérêt. Néanmoins, le dirigeant dispose d'une fonction d'utilité différente de celle des actionnaires, ce qui va donner lieu à un conflit d'intérêt qui peut détruire de la valeur. Les différents éléments qui constituent le système de gouvernance de l'entreprise sont autant de leviers qui peuvent potentiellement limiter l'opportunisme du dirigeant : les incitations financières (rémunération indexée sur la performance, octroi de *stock-options* et prise de participation dans le capital du dirigeant), la structure et la taille du conseil d'administration, le marché financier (évaluation permanente des actions du dirigeant et prise de contrôle), le marché du travail des dirigeants et la concurrence sur le marché des biens et services.

Les chapitres précédents ont mis en lumière certains facteurs permettant d'expliquer la présence des engagements de conservation et des pactes d'actionnaires. Ces derniers ont une influence sur plusieurs aspects du système de gouvernance des entreprises introduites en bourse. Tout d'abord, ils vont déterminer et fixer une certaine géographie du capital, puisqu'ils impliquent une conservation d'actions par les dirigeants et certains actionnaires importants. Les pactes d'actionnaires peuvent avoir pour effet de soustraire l'entreprise à la discipline exercée par le marché du contrôle. Ils peuvent aussi, via l'inclusion de droits de préemption, interdire l'entrée dans le capital d'actionnaires non désirés. Finalement, dans certains cas, la composition du conseil d'administration va dépendre en partie des pactes d'actionnaires. Il est donc légitime de se demander si ces engagements contractuels ont une influence sur la valeur de l'entreprise au moment de l'introduction en bourse. Ce sera l'objet de ce troisième chapitre, qui est organisé selon le plan suivant : dans une première section, nous passerons en revue la littérature concernant les déterminants de la valeur des entreprises de manière générale, avant de nous intéresser aux travaux empiriques consacrés au lien entre la valeur des entreprises et ces déterminants dans le contexte des introductions en bourse. Dans la seconde section, nous dégagerons nos hypothèses de travail ainsi que les variables utilisées. Dans la troisième section, nous introduirons les données empiriques et nous commenterons les résultats de l'étude empirique.

### **3.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE**

#### **3.1.1. Les déterminants de la valeur**

Dans cette section, nous passerons en revue les principaux déterminants de la valeur des entreprises étudiés dans la littérature financière. Nous n'avons retenu que les articles théoriques et empiriques qui nous semblaient les plus importants. Certains points, comme la structure du

capital, l'influence de la politique de dividende et la géographie du capital, seront abordés de manière très succincte, car une revue de la littérature exhaustive nous entraînerait au-delà des objectifs que nous nous sommes fixés. De plus, il s'agit de thèmes désormais classiques en finance d'entreprise et bon nombre d'ouvrages et d'articles en proposent déjà la synthèse. Ces thèmes seront donc évoqués brièvement, de manière à mettre nos travaux en perspective avec les recherches concernant la valeur de l'entreprise. Des hypothèses de travail peuvent être déterminées en analysant l'influence des pactes d'actionnaires sur certains des leviers exposés dans cette partie.

#### *3.1.1.1. La dette*

La question de l'influence du niveau de dette (et de la structure de capital plus généralement) sur la valeur de la firme est une des premières questions en finance d'entreprise depuis l'article de Modigliani et Miller (1958). Aujourd'hui encore, cette question reste d'actualité. Les auteurs réviseront leur conclusion selon laquelle l'effet de la structure de financement est neutre sur la valeur de la firme en 1963<sup>22</sup>. La conclusion bien connue de cet article est que la valeur de la firme augmente grâce à l'effet de levier et l'effet fiscal. La valeur de la firme sera donc égale à la valeur de ses actifs, augmentée de la valeur actuelle de l'avantage fiscal, ce dernier résultant de la déductibilité des intérêts de la dette du bénéfice imposable à l'impôt sur les sociétés. Au-delà d'un certain taux d'endettement, les coûts liés à l'existence de risques de faillite vont annuler le bénéfice lié à l'avantage fiscal. Il existerait donc un taux d'endettement optimal qui maximiserait la valeur de la firme. Les premières théories considèrent donc que le lien avec la valeur se fait via l'économie d'impôt et l'effet de levier générés par l'endettement.

Les courants modernes de la finance postuleront aussi une influence de la structure de financement sur la valeur de la firme. Dans la théorie de l'agence, le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les obligataires entraîne l'apparition de coûts d'agence qui se divisent essentiellement en deux catégories : le coût des difficultés financières que l'endettement peut faire naître et les coûts de protection et de contrôle par les prêteurs (Jensen et Meckling [1976]). Cette théorie affirme aussi qu'il existe un niveau optimal de dette qui permet de minimiser l'ensemble des coûts d'agence et donc de maximiser la valeur de la firme. Myers (1977) explique que les entreprises détenant des options de croissance importantes devraient présenter des ratios d'endettement faible pour être en mesure de lever des capitaux afin de financer les investissements liés à ces options réelles. Ainsi, un endettement trop important dans les

---

<sup>22</sup> Modigliani et Miller (1963).

entreprises disposant d'un fort potentiel de croissance pourrait avoir une incidence négative sur la valeur de la firme, dans la mesure où le marché anticiperait le fait que cet endettement pourrait empêcher l'entreprise de lever les fonds nécessaires à l'investissement dans des projets à valeur actuelle nette positive. Cette théorie est en quelque sorte une extension des coûts d'agence analysés par Jensen et Meckling (1976). Toujours dans le cadre de la théorie de l'agence, Jensen (1986) et Stulz (1990) affirment que l'endettement permettrait de discipliner les dirigeants en diminuant les ressources financières sous leur contrôle, ce qui les empêcherait, s'ils veulent être en mesure d'honorer le service de la dette, d'investir dans des projets économiques à faible (voire négative) valeur actuelle nette.

Dans la théorie du signal, la structure de financement est censée communiquer de l'information au marché sur la valeur de la firme dans un contexte d'asymétrie d'information (Ross [1977], John [1987], Blazenko [1987] et Noe [1988]). Seules les firmes performantes, efficaces et rentables sont prêtes à supporter un endettement relativement important. Les entreprises peu performantes ne sont pas disposées à prendre un tel risque, car elles anticipent le fait qu'elles n'auront pas la capacité d'honorer le service de la dette. L'accroissement de l'endettement est donc considéré comme un signal positif qui doit augmenter la valeur de la firme. Ces études ne parviennent pas à déterminer si l'effet positif de l'endettement sur la valeur de l'entreprise est dû à l'avantage fiscal ou à l'information positive sur les *cash-flows* futurs que signale une augmentation de la dette.

#### 3.1.1.2. *La distribution de dividendes*

L'influence du dividende sur la valeur de la firme constitue, au même titre que la structure de financement, une des questions les plus débattues en finance d'entreprise. Modigliani et Miller (1961) ont montré que sur un marché parfait, il y avait neutralité de la politique de dividende. La valeur de la firme est identique dans les deux situations suivantes : distribution de dividendes suivie d'une augmentation de capital d'un même montant pour financer les projets d'investissement à valeur actuelle nette positive ; ou absence de distribution de dividendes et autofinancement total des nouveaux projets. Suite à cette première avancée théorique, les recherches dans le domaine ont tenté de relâcher l'hypothèse d'un marché parfait en introduisant les effets de la fiscalité dans la relation dividende/valeur de la firme. Selon Brennan (1970), la distribution de dividendes a une influence négative sur la valeur de la firme lorsqu'on intègre la fiscalité des investisseurs. Dans le cas où les dividendes sont imposés à un taux supérieur aux plus-values en capital, deux entreprises similaires en tous points (notamment au niveau du bêta de leur action) n'auront pas la même valeur boursière selon qu'elles distribuent ou non des

dividendes : la firme qui distribue des dividendes aura une valeur inférieure à celle qui n'en distribue pas. En effet, puisque les deux actions ont le même bêta, elles devraient offrir la même rentabilité après impôt, d'où une valeur moindre de l'action de la société offrant un dividende, car elle entraîne un impôt plus important pour son actionnaire. La différence de valeur devrait représenter la valeur actuelle de l'impôt supplémentaire payé par l'actionnaire détenant des actions de la firme qui distribue des dividendes. Black et Scholes (1974) et Miller et Scholes (1978) prétendront que la politique de dividende n'est pas pertinente même lorsque le marché présente des imperfections. D'après ces auteurs, il existe une clientèle pour les entreprises qui payent des dividendes élevés et une clientèle pour celles qui payent des dividendes faibles. Les préférences s'établissent en fonction des taux d'imposition de chacun : les investisseurs plus imposés sur les dividendes que sur les gains en capitaux se tourneront vers les firmes distribuant peu ou pas de dividendes, alors que les investisseurs se retrouvant dans une situation inverse par rapport aux premiers préféreront les firmes distribuant des dividendes importants. À l'équilibre, chaque type de clientèle aura obtenu ce qu'il souhaite et donc à l'équilibre, il sera impossible à l'entreprise d'augmenter sa valeur en changeant de politique de dividende.

Dans ce domaine aussi, les théories de l'agence et du signal vont proposer de nouvelles explications. Bhattacharya (1979) et Miller et Rock (1985) ont montré que le dividende pouvait servir aux dirigeants à transmettre l'information privilégiée dont ils disposent sur les *cash-flows* futurs de la firme. En s'engageant à payer régulièrement un dividende élevé, les firmes de haute qualité montrent au marché qu'elles anticipent de futurs flux de trésorerie importants. Les dirigeants de firmes non rentables ne se permettront pas d'émettre un tel signal à tort, car ne disposant pas des fonds nécessaires à son paiement, ils se verront dans l'obligation de le diminuer, ce qui sera perçu de manière négative par le marché. John et Williams (1985) et Ambarish, John et Williams (1987) montrent que le coût du signal est constitué par les impôts et les frais impliqués par la distribution de dividendes, ce qui entraînera une émission d'actions nouvelles au lieu de l'utilisation directe de l'autofinancement.

Dans la théorie de Jensen (1986), qui relève du cadre de l'agence, le dividende permet aux actionnaires d'exercer un contrôle sur les dirigeants en réduisant les ressources mises à leur disposition ; ces derniers peuvent ainsi se dédouaner vis-à-vis des actionnaires. En effet, pour maintenir inchangé le point d'investissement de l'entreprise, les dirigeants seront amenés à émettre de nouvelles actions après distribution de dividendes. À l'occasion de cette augmentation de capital, ils devront fournir des informations aux actionnaires qui pourront alors réviser la valeur de la firme.



### 3.1.1.3. L'actionnariat des dirigeants et la structure de propriété

Depuis les travaux de Berle et Means (1932), la relation entre la valeur de la firme et la structure de propriété est devenue une des questions fondamentales en finance. Jensen et Meckling (1976) affirment que la participation dans le capital des dirigeants permet de résoudre le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les investisseurs. Ainsi, il devrait exister une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et la valeur de la firme. Les théories liées à « l'enracinement » des dirigeants affirment qu'au contraire, la relation entre la valeur de la firme et l'actionnariat des dirigeants pourrait aussi être négative. Demsetz (1983) et Fama et Jensen (1983) reconnaissent que lorsque le dirigeant détient une faible participation, la discipline exercée par le marché du travail, le marché des biens et services et le marché du contrôle peuvent avoir une influence sur son comportement et le contraindre à maximiser la valeur de la firme. Dans le cas où il détient une fraction importante du capital qui lui garantit son emploi au sein de la firme, il peut être incité à adopter des comportements opportunistes qui lui apporteront une utilité marginale supérieure à la diminution de valeur des actions détenues. Selon Stulz (1988), une augmentation de la participation du dirigeant entraînant une augmentation du nombre de droits de vote détenus peut diminuer la valeur de la firme en réduisant la probabilité de réussite d'une OPA créatrice de valeur (cf. paragraphe 3.1.1.5 ci-dessous). Il se pourrait donc que la relation entre la valeur de l'entreprise et la détention d'actions par les dirigeants ne soit pas simplement linéaire mais plutôt curvilinéaire : le pourcentage d'actions détenues par les dirigeants aurait une influence positive grâce à l'alignement des intérêts avec les actionnaires en deçà d'un certain seuil de détention. Au-delà de cette limite, la relation deviendrait négative.

Les études sur ce point trouvent des résultats très différents, notamment au niveau des points d'inflexion<sup>23</sup>. Selon Demsetz et Villalonga (2001), cette forte hétérogénéité des résultats tendrait à confirmer l'absence de lien entre la valeur de la firme et la structure de l'actionnariat. Cette dernière résulterait de l'interaction des forces de marché, comme l'expliquent Demsetz (1983) et Demsetz et Lehn (1985).

L'absence de convergence des résultats empiriques peut aussi être la conséquence d'un biais d'endogénéité de la structure de propriété et de la valeur de la firme. En effet, si la structure de propriété peut influencer la valeur de l'entreprise, l'inverse est aussi possible. Kole (1996) explique que les actionnaires définissent des systèmes de rémunération permettant un meilleur alignement des intérêts. Si le capital, sous la forme de *stock-options*, est utilisé comme rémunération d'une bonne performance, alors la valeur de la firme influencera positivement le niveau de participation des dirigeants. Par ailleurs, si les dirigeants anticipent une bonne performance de l'entreprise qui

---

<sup>23</sup> Voir Demsetz et Villalonga (2001), pour une synthèse des principales études sur le lien entre actionnariat et valeur de la firme.

conduira à une augmentation de valeur, ils seront incités à renforcer leurs positions dans le capital. La structure de propriété et la valeur de la firme pourraient ainsi interagir l'une sur l'autre, ce qui donnera des estimations biaisées dans les régressions. L'absence de prise en compte de cette endogénéité constitue le principal point faible des études précédemment citées, comme l'affirment Jensen et Warner (1988). Certains auteurs, tels Loderer et Martin (1997), Cho (1998), Agrawal et Knoeber (1996), Himmelberg, Hubbard et Palia (1999) et Demsetz et Villalonga (2001), vont tenir compte du potentiel lien réciproque entre valeur de la firme et structure de l'actionnariat.

Dans le cadre de la théorie du signal, les travaux de Leland et Pyle (1977) aboutissent à la même conclusion que Jensen et Meckling (1976) : la valeur de la firme est une fonction croissante de la participation du dirigeant. Néanmoins, les raisons sous-jacentes sont différentes : ici, ce n'est pas l'effet incitatif qui joue, mais plutôt l'information positive sur la valeur future de la firme. En effet, seul un dirigeant convaincu de la rentabilité future de son entreprise prendra une position importante dans le capital de son entreprise, ce que ne feront pas les dirigeants des entreprises non rentables (voir *infra* 3.1.2.1). Cette théorie a été principalement testée sur des données d'introductions en bourse (la première étude sur le sujet étant à notre connaissance celle de Downes et Heinkel [1982]), alors que celle de Jensen et Meckling (1976) n'a pas été initialement testée sur ce genre de données. Néanmoins, comme le souligne Ritter (1984b), les deux théories ont vocation à s'appliquer aux sociétés candidates à une introduction en bourse.

#### 3.1.1.4. *Le conseil d'administration*

Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) pensent que le rôle du conseil d'administration consiste d'une part, à évaluer et à ratifier les décisions d'investissement à long terme, et d'autre part, à contrôler la performance des principaux dirigeants. Selon les auteurs, l'efficacité du conseil d'administration repose sur la surveillance mutuelle entre dirigeants présents au conseil et sur la présence d'administrateurs externes (non affiliés au management). Ces derniers sont supposés avoir les compétences (ce sont souvent des dirigeants ou d'anciens dirigeants d'autres firmes) et l'indépendance nécessaire pour exercer leur fonction de contrôle et d'arbitrage. Fama (1980) pense que le conseil d'administration est un mécanisme de contrôle issu du marché des administrateurs externes qui garantit l'absence de collusion entre ces derniers et les dirigeants en place. Les administrateurs seront incités à faire correctement leur travail pour augmenter la valeur de leur capital humain sur le marché du travail.

Lipton et Lorsch (1992) pensent par ailleurs que la taille du conseil d'administration est aussi un élément déterminant de son efficacité. Ils recommandent que sa taille maximale atteigne

une dizaine de membres, avec une préférence pour sept ou huit. Jensen (1993) va dans le sens de cette opinion en citant certaines recherches qui montrent qu'au fur et à mesure que la taille d'un groupe augmente, les coûts liés aux problèmes de coordination dépassent les avantages.

#### *3.1.1.5. Le marché du contrôle*

Un des tout premiers articles sur le sujet est celui de Manne (1965), dans lequel il explique que le contrôle des entreprises est en lui-même un actif qui a de la valeur et qui possède son propre intérêt, indépendamment des économies d'échelle et/ou de l'importance des profits dans une situation de monopole. Il base son argumentation sur le fait que le cours de bourse d'une entreprise reflète les compétences managériales de l'équipe qui la dirige. Un faible cours de bourse relativement à celui d'autres entreprises du même secteur sous-entend une mauvaise gestion de l'entreprise et la différence peut être considérée comme une mesure des gains potentiels qui seront retirés d'une prise de contrôle réussie. D'après Manne (1965), la menace d'une prise de contrôle assure une certaine compétition entre les dirigeants d'entreprises, laquelle contribuera à la protection des actionnaires minoritaires. Jensen et Ruback (1983) voient aussi le marché du contrôle comme un lieu où les différentes équipes managériales sont en compétition pour la gestion des ressources des firmes. Les auteurs pensent que ce marché est une composante importante du marché de travail des dirigeants, cité par Fama (1980) comme étant un mécanisme disciplinaire externe de ces derniers. Ainsi, les dirigeants ont tout intérêt à gérer l'entreprise au bénéfice des actionnaires, sous peine de voir le cours de bourse diminuer à un point tel qu'une OPA lancée par une autre équipe managériale aurait de fortes chances d'être couronnée de succès et d'entraîner leur révocation.

Le marché du contrôle jouant un rôle de régulation des comportements des dirigeants, ces derniers peuvent être tentés de s'en protéger grâce à divers mécanismes anti-OPA, ce qui devrait vraisemblablement avoir un impact négatif sur la valeur de la firme.

### **3.1.2. Déterminants dans le contexte de l'introduction en bourse**

Les déterminants de la valeur de l'entreprise lors de son introduction en bourse ont été étudiés principalement sous l'angle de la théorie du signal. Cette préférence pour ce cadre d'analyse s'explique par les spécificités du contexte de l'introduction en bourse : pour la première fois, une entreprise jusque-là privée fait appel à l'épargne publique. Du fait de son statut privé, la quantité et la qualité des informations disponibles pour les investisseurs sont moindres par rapport aux entreprises cotées. Il existe donc une asymétrie d'information importante entre les actionnaires internes (c'est-à-dire exerçant des fonctions dans l'entreprise ou bien actionnaires

depuis plusieurs années) et le marché. Pour obtenir le financement qu'elle demande, l'entreprise devra convaincre le marché de sa rentabilité présente et future. Bien que la théorie du signal semble trouver dans le contexte des introductions en bourse une application naturelle et qu'elle permette de comprendre certains phénomènes, elle n'a pu fournir que des réponses partielles à de nombreuses questions. Ritter et Welch (2002) affirment même que de nombreux phénomènes ne peuvent être expliqués par la théorie du signal et que la recherche empirique et théorique devrait faire des progrès substantiels en adoptant le point de vue de la théorie de l'agence. Dans cette partie, nous passerons en revue les déterminants de la valeur de l'entreprise spécifiques aux firmes introduites en bourse.

### *3.1.2.1. Le niveau de participation des actionnaires-fondateurs et la limitation de la vente de leurs actions lors de l'introduction en bourse.*

Leland et Pyle (1977) considèrent qu'une des modalités de signalisation peut être le niveau de la participation des dirigeants eux-mêmes dans le capital de leur société et la limitation du nombre de leurs actions proposées au marché. En effet, par l'intermédiaire de leur niveau de participation et la rétention de leurs actions, ils montrent au marché le niveau de confiance qu'ils ont dans leur entreprise. Le coût du signal sera ici le risque non diversifiable lié à la détention par les dirigeants des actions de leur firme. Ainsi, seuls les dirigeants des entreprises ayant des perspectives futures favorables accepteront de courir ce risque. La pénalité résultant de l'émission d'un mauvais signal sera la perte de valeur du capital que les dirigeants ont investi dans la firme peu rentable. Les auteurs montrent que la valeur de l'entreprise augmentera avec le niveau de la participation du dirigeant dans sa société. Par ailleurs, pour des raisons de crédibilité du signal, les dirigeants seront amenés à investir davantage dans leur entreprise qu'ils ne le feraient s'ils pouvaient communiquer au marché sans coût les véritables caractéristiques de leurs projets d'investissement.

Une sérieuse limite du modèle de Leland et Pyle (1977) est de ne considérer qu'une seule période de vente : l'introduction en bourse. Or, comme le remarquent Gale et Stiglitz (1989), cette hypothèse pose des problèmes. En effet, les dirigeants des firmes de faible qualité peuvent prendre des participations significatives dans le capital de leur entreprise et s'abstenir de vendre leurs actions lors de l'introduction en bourse. Le marché ne pourra donc pas différencier les bonnes firmes des mauvaises. Une fois l'introduction réalisée, rien n'interdit aux dirigeants de vendre leurs actions surévaluées. Gale et Stiglitz (1989), en considérant une seconde période de vente après l'introduction, montrent comment les firmes de faible qualité peuvent imiter celles de

haute qualité. Sans engagements de conservation, le signal de Leland et Pyle (1977) perd beaucoup de son intérêt.

### *3.1.2.2. L'établissement introducteur teneur de marché*

Il a été avancé dans la littérature que la réputation des banques d'investissement pourrait être une solution au problème de sélection adverse lors des introductions en bourse. Selon certaines recherches, la réputation d'une banque d'investissement représente une part importante de son fonds de commerce. Ainsi, une banque prestigieuse ne se risquerait pas à vendre des actions surévaluées sous peine d'entacher sa réputation et d'en perdre tous les bénéfices futurs.

Booth et Smith (1986) sont les premiers à développer formellement, dans le contexte des introductions en bourse, « l'hypothèse de certification ». Les auteurs partent du fait qu'une des raisons qui motive une émission d'actions est la possibilité d'effectuer un transfert de richesse des investisseurs vers la firme. En conséquence, lorsqu'une firme annonce une émission d'actions, la probabilité qu'elle soit surévaluée augmente et son cours en bourse chute en conséquence (Myers et Majluf, 1984). Booth et Smith (1986) montrent que pour éviter ce problème, une firme à forte asymétrie d'information peut louer les services d'une banque d'investissement prestigieuse pour certifier que l'action n'est pas surévaluée. Trois conditions sont nécessaires pour que le signal soit crédible. D'abord, une mauvaise certification doit annuler de manière irréversible les rentes de la banque d'investissement liée à sa réputation. Ensuite, la valeur actuelle des rentes que retire la banque d'investissement de sa réputation doit être supérieure au transfert de richesse potentiel pouvant être opéré par la vente d'actions surévaluées. Finalement, la certification par la banque d'investissement doit être d'autant plus coûteuse que l'asymétrie d'information est élevée. La certification réduisant le problème de sélection adverse, elle devrait par conséquent réduire la sous-évaluation initiale. Beatty et Ritter (1986) précisent cette relation dans le cadre des introductions en bourse en affirmant que la banque d'investissement se doit d'assurer un équilibre de sous-évaluation sous peine de perdre des émetteurs (si elle sous-évalue trop) et des investisseurs (si elle ne sous-évalue pas assez).

L'étude empirique conduite par Booth et Smith (1986) sur 964 émissions d'actions de 1971 à 1982 corrobore leur modèle. Ils montrent par exemple que le coût de la certification mesurée en pourcentage du montant de l'émission est une fonction croissante de l'asymétrie d'information (mesurée par le rapport entre le risque spécifique de la firme et le risque lié au marché). Beatty et Ritter (1986) montrent que les banques d'investissement qui n'ont pas respecté un équilibre de sous-évaluation ont vu leur part de marché chuter de 47% contre 23% pour celles qui avaient respecté un équilibre de sous-évaluation. Plus récemment, Carter, Dark et Singh (1998) trouvent

des corrélations négatives et significatives au seuil de 1% entre la sous-évaluation initiale et la réputation des banques d'investissement sur un échantillon de 2 292 introductions de 1979 à 1991.

### *3.1.2.3. Les auditeurs des comptes*

Les entreprises qui sont introduites en bourse sont souvent jeunes et ne disposent pas d'un historique de compte suffisamment important pour que les investisseurs puissent les évaluer correctement. À ce titre, l'auditeur des comptes de l'entreprise joue un rôle primordial d'information, et ce pour deux raisons. La première raison relève de la fonction même de l'auditeur, qui est censé signaler dans son rapport toute erreur ou tout manquement aux principes comptables fondamentaux. La seconde raison tient à la nécessité, pour les auditeurs comme pour les banques d'investissement, de préserver leur réputation.

Willenborg et McKeown (2000) étudient l'effet sur la sous-évaluation initiale de l'existence, dans le rapport des auditeurs, d'une réserve quant à la continuité de l'exploitation de l'entreprise après son introduction en bourse. Leur étude empirique est effectuée sur un échantillon de 270 firmes ayant été introduites en bourse entre 1993 et 1994 sur le Nasdaq. Dans leurs régressions de la sous-évaluation initiale sur diverses variables, une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur a émis une réserve sur la continuité d'exploitation après l'introduction en bourse et 0 dans le cas contraire présente un coefficient négatif et significatif au seuil de 5 %. Ce résultat semble indiquer, selon les auteurs, que l'émission d'une réserve sur la continuité de l'exploitation par l'auditeur améliore la précision de l'évaluation de l'entreprise en réduisant l'incertitude existante avant l'introduction en bourse. Ghicas, Papadaki, Siougle et Sougiannis (2008) s'intéressent aussi à l'impact du contenu des rapports d'auditeurs sur la valeur de l'entreprise au moment de l'introduction en bourse sur le marché grec. L'intérêt de leur étude réside dans le fait que les auditeurs fournissent une évaluation quantifiée concernant une surévaluation de leurs actifs et/ou une sous-estimation de leur passif. Ghicas et *al.* (2008) étudient un échantillon de 204 firmes introduites sur la bourse d'Athènes entre 1987 et 2002. Pour 149 d'entre elles, le rapport des auditeurs fournit une estimation de l'erreur nette totale (définie comme la surévaluation des actifs à laquelle on ajoute la valeur absolue de la sous-évaluation des passifs) présente dans les comptes de l'entreprise. Ils montrent que l'erreur nette totale dans les comptes de l'entreprise signalée dans le rapport des auditeurs n'a pas d'influence sur la valeur de la firme, calculée à partir du prix définitif d'introduction (définie comme le rapport de la valeur de marché des actions sur leur valeur comptable où la valeur de marché est égale au produit du nombre d'actions par le prix d'offre définitif), alors que l'influence est très fortement négative sur la rentabilité du premier jour

par rapport au prix d'offre définitif. L'interprétation des auteurs est la suivante : si la valeur de la firme juste avant la première cotation n'est pas influencée négativement par le montant de l'erreur nette signalée dans le rapport des auditeurs, c'est parce que les banques d'investissement ne tiennent pas compte de cette information dans la fixation du prix d'offre définitif. Par contre, l'influence significative et négative de l'erreur nette dans le bilan de la firme sur la rentabilité du premier jour signale que le marché tient compte de cette information dans son évaluation de l'entreprise. Ce résultat traduirait le fait que les banques d'investissement favorisent les intérêts des actionnaires historiques au détriment de ceux des nouveaux.

Titman et Trueman (1986) montrent, dans un contexte d'asymétrie d'information, comment le choix d'un auditeur permet de signaler la valeur de la firme. Dans leur modèle, la qualité de l'auditeur est corrélée positivement à la précision des estimations fournies sur la valeur de la firme. Un dirigeant disposant d'une information privée favorable sur la valeur de sa firme choisira un auditeur d'une qualité supérieure par rapport à celui qui dispose d'une information privée moins favorable. En effet, le dirigeant d'une entreprise de haute qualité sera plus enclin à payer le prix d'un auditeur plus précis, sachant que l'information qu'il fournira aux investisseurs est susceptible de révéler la vraie valeur de la firme, compensant ainsi largement le coût de la certification. Au contraire, l'entrepreneur disposant d'une information privée défavorable sur la valeur de sa firme refusera de payer le coût d'un auditeur réputé, puisqu'il révélera la faible valeur de l'entreprise au marché. Les investisseurs conscients de ce fait vont pouvoir inférer la valeur de la firme à partir de la qualité de l'auditeur : plus cette dernière augmente, plus la valeur signalée de la firme augmente. Comme le signalent les auteurs, ce modèle peut s'appliquer aussi à la banque d'investissement, mais il ne propose pas de modélisation de l'interaction entre une banque d'investissement réputée et un auditeur réputé.

Balvers, McDonald et Miller (1988) étendront l'analyse de Titman et Trueman (1986) en considérant la possibilité d'utiliser à la fois la certification fournie par une banque d'investissement prestigieuse et celle d'un auditeur réputé. Ils montrent que les banques d'investissement dont la réputation est importante s'associeront la plupart du temps avec des auditeurs à forte réputation. D'après leur modèle, il s'agit de l'interaction entre la certification de la banque d'investissement et celle de l'auditeur, qui devrait réduire la sous-évaluation initiale.

Cela pourrait expliquer, selon les auteurs, pourquoi certaines études ont des difficultés à identifier une relation empirique entre la réputation de l'auditeur et la sous-évaluation initiale. Ils testeront leur modèle sur un échantillon de 1 182 entreprises introduites sur le marché américain entre 1980 et 1985. Dans un modèle de régression de la sous-évaluation initiale sur facteurs explicatifs, les variables indicatrices prenant la valeur 1 si la banque d'investissement et l'auditeur

ont une réputation importante et 0 dans le cas contraire présentent des coefficients négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 5 %. L'interaction entre les deux variables dichotomiques présente un coefficient négatif et significatif également au seuil de 5 %, ce qui semble indiquer qu'en maintenant fixe le niveau de réputation de la banque d'investissement (de l'auditeur), la sous-évaluation initiale décroît avec la réputation de l'auditeur (de la banque d'investissement).

Beatty (1989) montre, sur un échantillon de 2 215 introductions en bourse sur la période 1975-1984, que le fait d'engager un auditeur connu entraîne une sous-évaluation initiale moins importante. À partir d'un échantillon de 884 entreprises introduites entre 1995 et 1988, Michaely et Shaw (1995) confirment la relation inverse entre la réputation de l'auditeur et la sous-évaluation initiale. Ils trouvent aussi que les auditeurs réputés s'associent plus volontiers avec les firmes les moins risquées (les firmes de taille importante et ayant une plus grande proportion d'actifs corporels). Selon leurs résultats, les entreprises associées à des auditeurs réputés enregistrent une sous-performance moins importante en moyenne.

#### *3.1.2.4. Les sociétés de capital-risque*

L'hypothèse de certification a été étendue au rôle des firmes de capital-risque par Megginson et Weiss (1991). Ils expliquent que leur présence dans le capital d'une entreprise peut être un signal de sa qualité. En effet, par leur implication dans les sociétés qu'ils financent, les fonds de capital-risque ont accès à la même information que les dirigeants et ils remplissent les trois conditions requises par l'hypothèse de certification : avoir une réputation dont l'importance est telle que toute mauvaise certification se traduise par une perte irréversible des rentes qui lui sont liées ; que la valeur actuelle de la réputation soit supérieure à n'importe quel transfert de richesse ponctuel ; et que la certification soit coûteuse pour les entreprises.

Les auteurs montrent que les entreprises de capital-investissement accompagnent généralement les firmes qu'elles financent jusqu'à leur introduction. Ce marché représente l'aboutissement de leur activité de financement et de conseil et leur permet de réaliser le gain de leur investissement. De plus, l'accès aux introductions les rend plus attractives aux yeux des entrepreneurs, ce qui leur assure de nouveaux contrats d'accompagnement. Finalement, une réputation de compétence et d'honnêteté permet aux firmes de capital-risque d'établir des relations durables avec des fonds de pensions et d'autres investisseurs institutionnels qui sont alors susceptibles de prendre des participations dans leur capital ou bien d'acheter les actions des sociétés financées, une fois l'introduction en bourse passée. En ce qui concerne la satisfaction de la seconde condition d'existence d'un signal valide (c'est-à-dire si valeur du capital réputation est supérieure au transfert de richesse potentiel), Megginson et Weiss (1991) s'appuient sur les



travaux de Sahlman (1990), qui montrent que les entreprises de capital-risque sont capables d'obtenir une rentabilité élevée avec des investissements relativement modestes. Cette rentabilité est liée directement à l'âge, l'histoire, la performance et la taille du portefeuille de la firme de capital-risque. Par ailleurs, elles opèrent dans une industrie cloisonnée où l'efficacité du marché du travail est assurée par un contrôle et une évaluation permanente. Ainsi, le développement d'un capital réputation est le seul moyen de rester compétitif. Il semble donc plausible de supposer que leur réputation a plus de valeur qu'un transfert de richesse ponctuel des investisseurs vers elles-mêmes (qu'elles pourraient opérer en vendant les actions surévaluées de la firme qu'elles financent). La dernière condition veut que la certification soit coûteuse à l'entreprise qui veut signaler sa qualité. Megginson et Weiss (1991) montrent que l'ensemble des services rendus par ces sociétés (capitaux, expertise managériale et technique, accès à des spécialistes financiers et certification à l'introduction en bourse) est coûteux et difficile à obtenir. En effet, les fonds de capital-risque demandent une rentabilité de 20 à 50% de leurs investissements dans les compagnies privées, ce qui réduit d'autant le bénéfice de l'entreprise. Les entreprises de capital-risque organisent leur financement de telle sorte que les risques financiers et économiques soient transférés à l'entrepreneur. Elles pratiquent par exemple un financement par étape qui leur permet de se désengager si les objectifs qu'elles fixent à l'entreprise ne sont pas atteints. Leur participation dans le capital de la firme et la rétention de leurs actions lors de l'introduction en bourse peuvent donc être considérées comme un signal que la firme ne tente pas de vendre des actions surévaluées.

La présence de firmes de capital-risque dans une entreprise désirent candidate à l'introduction en bourse réduit le problème de sélection adverse ; en conséquence, la sous-évaluation initiale devrait être plus faible pour les firmes financées par capital-risque. Megginson et Weiss (1991) confirment cette hypothèse en comparant la sous-évaluation initiale d'un échantillon de 320 firmes financées par capital-risque et un groupe de contrôle de 320 firmes non financées par capital-risque sur la période 1983-1987. L'échantillon financé par capital-risque présente une sous-évaluation moyenne de 7.1% contre 11.9% pour le groupe de contrôle ; la différence est statistiquement significative au seuil de 5%. Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990) ne trouvent pas de différence significative entre un échantillon de firmes financées par capital-risque et leur groupe de contrôle. Megginson et Weiss (1991) pensent que ce résultat est dû à un biais dans la sélection de leur échantillon. En effet, ils reconstruisent un groupe de contrôle de la même manière que Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990) et reconduisent leurs tests qui deviennent non significatifs. Le biais viendrait, d'après Megginson et Weiss (1991), d'un manque de contrôle de l'effet industrie sur les résultats. Leur second échantillon de contrôle

est composé à 50% d'industries où les fonds de capital-risque interviennent très peu. L'absence de différence significative peut donc s'expliquer par le fait que les entreprises du groupe de contrôle ont pu réduire leur sous-évaluation par d'autres mécanismes (certification d'une banque, appartenance à une industrie transparente), et se rapprocher ainsi du niveau de sous-évaluation de l'échantillon étudié. Quoi qu'il en soit, Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990) montrent tout de même que sur l'échantillon de firmes financées par capital-risque, la sous-évaluation initiale est reliée négativement aux proxys de la qualité de l'entreprise de capital-risque.

### **3.1.3. Bénéfices privés et protection du contrôle**

#### *3.1.3.1. La théorie*

Jensen et Meckling (1976) considèrent la situation d'un dirigeant propriétaire à 100 % de son entreprise qui désire céder une partie de ses actions pour financer un projet d'investissement. Il montre que ce dernier cherchera à réduire au maximum les coûts d'agence pour pouvoir maximiser le montant des fonds collectés. Cette conclusion repose sur le fait que le propriétaire va internaliser le coût de son prélèvement de bénéfices privés. Ce résultat repose sur deux hypothèses. La première est que le dirigeant cherche à maximiser sa richesse sur la seule période de l'introduction en bourse. La seconde hypothèse est que le propriétaire détient suffisamment d'actions de son entreprise pour internaliser le coût de son prélèvement de bénéfices privés. Implicitement, Jensen et Meckling (1976) supposent qu'il y a autant de droits de vote que d'actions. L'observation des faits montre que ces deux hypothèses ne sont pas forcément toujours vérifiées.

Concernant la première hypothèse, il est possible que le propriétaire cherche à maximiser sa richesse au-delà de la seule période d'introduction en bourse. En effet, l'introduction en bourse pourrait moins servir à financer la croissance ou à améliorer la diversification qu'à faciliter la cession de la totalité de l'entreprise. Zingales (1995) et Mello et Parsons (1998) pensent que cette opération est la première étape dans la cession du contrôle de l'entreprise. Zingales (1995) présente un modèle dans lequel la décision d'introduction en bourse est prise par un propriétaire initial qui veut vendre sa firme et qui cherche donc à maximiser le prix de cette vente. Pour les acheteurs potentiels, il existe deux composantes de la valeur des actions de la firme : une augmentation anticipée des flux de trésorerie et une augmentation anticipée des bénéfices privés. Ces deux composantes de la valeur ne s'adressent pas au même type d'investisseur : les droits aux flux de trésorerie sont partagés par tous les actionnaires proportionnellement à leur participation, tandis que les bénéfices privés ne peuvent bénéficier qu'à l'actionnaire qui a le contrôle de la

firme. Ainsi, il existe un marché particulier pour chacune des composantes de la valeur de la firme. Le marché des flux de trésorerie est constitué d'actionnaires individuels ou de très petite taille et est parfaitement compétitif, ce qui permet d'obtenir une valeur équitable des actifs. Le marché des bénéfices privés liés à la détention de bloc est réservé aux investisseurs de grande taille et n'est pas compétitif. Étant donné la différence entre ces deux marchés, Zingales affirme qu'il est préférable de vendre ces deux composantes de la valeur de la firme à travers deux mécanismes différents : d'une part, les droits aux *cash-flows* doivent être vendus par un mécanisme d'enchère aux investisseurs dispersés (ce sera l'introduction en bourse), et d'autre part, les bénéfices privés liés au contrôle doivent être négociés directement avec l'acheteur potentiel. En vendant les droits aux flux à des investisseurs dispersés tout en gardant le contrôle, le propriétaire initial peut réussir à capter le surplus lié à l'augmentation des flux de l'acheteur potentiel tout en évitant de négocier avec lui. Il pourra ensuite négocier directement avec l'acheteur la valeur des bénéfices privés liés au contrôle. En cherchant à maximiser les fonds retirés de la vente de son entreprise, le propriétaire cherchera à mettre en place une structure de propriété qui sera une combinaison optimale entre la valeur des droits sur les *cash-flows* et la valeur de la consommation privée. L'introduction en bourse de la firme serait ainsi le moyen de mettre en place une telle structure. Mello et Parsons (1998) présentent un modèle très similaire à celui de Zingales (1995), où la cession du contrôle doit se faire en deux temps. Tout d'abord, une introduction en bourse est réalisée pour les petits actionnaires qui sont passifs. Cette étape permet au propriétaire initial d'obtenir de l'information sur la valeur de la firme et sur son évolution potentielle en cas de changement de contrôle. Cette information lui sera utile dans la négociation de la vente d'un bloc d'actions à un investisseur actif (c'est-à-dire qui exercera son pouvoir de contrôle sur la firme).

Ces deux articles mettent en lumière que le propriétaire initial peut, contrairement à ce que pensent Jensen et Meckling (1976), chercher à protéger les bénéfices privés liés au contrôle de l'entreprise, même si leur coût se répercute sur la valeur de la firme. Dans le cas où il existe autant d'actions que de droits de vote, Bebchuk (1999) montre que le propriétaire initial d'une entreprise évoluant dans un environnement où les bénéfices privés sont importants peut préférer garder la majorité des droits de vote, car les gains en bénéfices privés sont supérieurs aux coûts liés à la sous-diversification. Il montre aussi que dans le cas où un acquéreur potentiel se présente, le fait d'avoir conservé le contrôle permet au propriétaire initial de capter, dans le prix de vente des actions, la valeur des bénéfices privés dont jouira l'acquéreur. Cela présentera un avantage d'autant plus grand si l'acquéreur potentiel, une fois en possession du contrôle, jouit de bénéfices privés plus importants que le propriétaire initial. Finalement, il montre que lorsque les bénéfices privés sont substantiels et qu'il est possible pour le propriétaire initial de séparer les actions des

droits de vote, ce dernier cherchera à garder le contrôle tout en minimisant le nombre d'actions qu'il détient. Dans ce cas, le niveau des coûts d'agence atteint des niveaux très importants, car le propriétaire initial n'internalise plus les coûts de sa consommation privée et il est donc incité à augmenter ces prélèvements. Dans ce contexte, la séparation des actions et des droits de vote devrait vraisemblablement avoir un impact négatif sur la valeur de la firme. C'est l'avis de Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988), qui montrent la supériorité du système « une action-un droit de vote », en examinant le lien avec le marché du contrôle. Selon les auteurs, le respect du principe « une action-un droit de vote » donne lieu à la maximisation de la valeur de la firme en permettant au marché du contrôle de favoriser l'accès au pouvoir d'une entreprise de la meilleure équipe dirigeante. Une déviation à ce principe aura comme conséquence de privilégier certains transferts de contrôle non souhaitables pour l'ensemble des actionnaires, et de défavoriser ceux qui sont souhaitables pour ces derniers. Grossman et Hart (1988) nuancent cette conclusion en reconnaissant que dans certains cas, la séparation des actions et des droits de vote peut être optimale, notamment lorsque l'acquéreur potentiel, une fois en possession du contrôle, extraira des bénéfices privés plus importants que le propriétaire initial alors que dans le même temps, la valeur des actions sous sa gestion sera plus faible que sous le contrôle du propriétaire initial. Dans ce cas, contrecarrer les transferts de contrôle destructeurs de valeur en concentrant les droits de vote dans les mains du propriétaire initial engendrera des gains qui seront supérieurs aux coûts liés au fait que simultanément, les transferts de contrôle créateurs de valeur seront aussi contrariés.

### 3.1.3.2. *Les travaux empiriques*

Certains travaux empiriques confirment l'existence d'une volonté des actionnaires-dirigeants de protéger les bénéfices privés liés au contrôle lors de l'introduction en bourse. Brennan et Franks (1997) présentent des résultats indiquant que les actionnaires initiaux des entreprises introduites en bourse sur le *London Stock Exchange* cherchent à protéger leur consommation de bénéfices privés. Ils utilisent un échantillon de 69 entreprises introduites en Grande-Bretagne entre 1986 et 1989. Les auteurs affirment que les actionnaires historiques détenant le contrôle ont intérêt à ce que le capital soit diffus lors de l'introduction, car cela réduira la motivation des nouveaux actionnaires à s'engager dans des activités de surveillance coûteuses. Les données dont ils disposent leur permettent d'observer le processus de rationnement et de discrimination entre les différents types d'investisseurs. Leurs résultats montrent que la sous-évaluation initiale est utilisée pour provoquer une sursouscription qui sera suivie par un rationnement et une discrimination dans l'allocation des actions : la taille des blocs d'actions

constitués est inversement reliée au degré de sous-évaluation initiale. Les investisseurs importants sont généralement discriminés par rapport aux petits actionnaires. Les actions vendues proviennent majoritairement de cadres qui n'ont pas de contrôle dans l'entreprise et donc, ce sont eux qui supportent les coûts liés à la sous-évaluation initiale et non pas les actionnaires principaux qui contrôlent la société. Brennan et Franks (1997) pensent que les détenteurs du contrôle avant l'introduction cherchent à protéger leur consommation privée.

Field (1999) va se demander quels sont les facteurs expliquant la mise en place par certaines entreprises de deux classes d'actions ou plus, donnant droit à un nombre différent de droits de vote selon la classe. Sur un échantillon de 1 019 entreprises entre 1988-1992, Field (1999) va tester principalement l'hypothèse de Grossman et Hart (1988), selon laquelle il est optimal pour les dirigeants de ne pas respecter le principe « une action-un droit de vote » lorsque les bénéfices privés qu'ils retirent du contrôle sont importants. Les résultats de Field (1999) montrent que les entreprises qui mettent en place des classes d'actions à droits de vote différents retirent des bénéfices privés plus importants. Par exemple, les dirigeants de ces entreprises ont un salaire plus élevé ; ces entreprises ont aussi plus de chances d'être familiales et leurs dirigeants ont une ancienneté plus importante en moyenne.

Sur le même échantillon, Field et Karpoff (2002) étudient la mise en place des mécanismes anti-OPA lors de la phase d'introduction en bourse. Ils montrent qu'au moment de l'introduction en bourse, plusieurs mécanismes anti-OPA ont déjà été adoptés dans les statuts des entreprises. De plus, ils reportent qu'une fois l'introduction passée, très peu d'entreprises de leur échantillon ont ajouté de nouvelles mesures anti-OPA. Ce constat est surprenant, dans la mesure où si les mécanismes anti-OPA sont censés diminuer la valeur de la firme, alors les dirigeants de ces entreprises auraient intérêt à les mettre en place après l'introduction en bourse. Ces résultats témoignent aussi d'une forte volonté de protéger le contrôle au moment de l'introduction en bourse. Les auteurs conduisent une régression logistique dont la variable dépendante prend la valeur 1 si la firme inclut au moins un mécanisme de défense dans ses statuts et 0 si elle ne le fait pas, pour déterminer les facteurs influençant l'adoption de mesures anti-OPA. Leurs résultats montrent que la probabilité d'adopter un mécanisme anti-OPA est influencée négativement par l'âge du directeur général, la part du capital détenu par les administrateurs et directeurs après l'introduction en bourse et une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la firme en est encore à sa phase de développement (c'est-à-dire si l'exploitation n'est pas encore significative). Cette probabilité est influencée positivement par la taille du conseil d'administration et le cumul des fonctions de président et de directeur général. Selon Field et Karpoff (2002), ces résultats tendent à corroborer l'hypothèse selon laquelle les dirigeants des entreprises introduites en bourse

cherchent à protéger le contrôle de celles-ci pour continuer à jouir de bénéfices privés importants. Field et Karpoff (2002) testent aussi l'hypothèse de Zingales (1995) et Mello et Parsons (1998), selon laquelle l'introduction en bourse est la première étape dans la cession du contrôle de l'entreprise et que pour maximiser le revenu, le propriétaire initial doit conserver le contrôle de l'entreprise. Leurs résultats indiquent que les entreprises ayant adopté des mécanismes anti-OPA ont moins de chance de faire l'objet d'un changement de contrôle. Ces mêmes résultats révèlent aussi que la présence d'un mécanisme anti-OPA n'a aucun effet sur la prime de transaction lors d'une cession du contrôle. Ils tendent donc à infirmer l'hypothèse selon laquelle l'adoption de mécanismes anti-OPA servirait à maximiser le prix de vente d'un bloc de contrôle. Finalement, ils comparent les performances opérationnelles du groupe d'entreprises ayant adopté au moins un mécanisme anti-OPA avec celles du groupe n'ayant adopté aucun mécanisme de défense. Le premier groupe présente une performance opérationnelle moins négative, ce qui indique que l'adoption de défense contre les OPA n'a pas d'impact négatif sur la performance opérationnelle des entreprises dans les trois ans qui suivent leur introduction en bourse.

### 3.1.4. Études empiriques expliquant la valorisation des firmes s'introduisant en bourse

Dans cette section, nous passerons en revue les études dont l'objectif principal est de déterminer les facteurs qui influencent la valeur de la firme autour de son introduction en bourse.

Roosenboom et van der Goot (2005) étudient dans quelle mesure la structure de propriété et de contrôle influence la valeur de l'entreprise sur un échantillon de 118 introductions en bourse ayant eu lieu sur la bourse d'Amsterdam entre 1984 et 2001. Ils utilisent comme mesure de la valeur le ratio de Marris (valeur de marché des capitaux propres divisée par la valeur comptable des capitaux propres), calculé selon la formule :

$$\frac{\text{Capitalisation boursière du 1<sup>er</sup> jour de cotation}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres} + \text{Nombre d'actions nouvelles} \times \text{prix d'offre définitif}}$$

où le nombre d'actions nouvelles représente les actions issues de l'augmentation de capital éventuellement réalisée dans le cadre de l'introduction en bourse. L'actionnariat des dirigeants influence positivement la valeur de la firme. Cette variable élevée au carré influence négativement la valeur de la firme qui indique une relation non linéaire avec sa valeur. Ce résultat confirme notamment l'argument de Stulz (1988) selon lequel, au-delà d'un certain niveau de détention, les dirigeants accumulent assez de droits de vote pour être protégés d'une OPA hostile créatrice de valeur. Leurs résultats montrent aussi que la séparation des droits de vote et des actions, grâce à

l'émission de certificats d'investissement, influence négativement la valeur de la firme, ce qui va dans le sens des hypothèses de Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988, 1989). Ils montrent aussi que la présence d'administrateurs externes influence positivement la valeur de la firme lors de son introduction en bourse.

Roosenboom et Schramade (2006) étudient un échantillon d'entreprises françaises introduites entre 1993 et 1999 sur le second et le nouveau marché. Ils montrent que la détention d'actions par le dirigeant est associée positivement à la valeur de la firme et que cette relation devient décroissante à partir d'environ 55 % de détention du capital. Leurs résultats indiquent d'autre part que la divergence entre la part d'actions détenues et le contrôle de la firme (mesurée par l'indice de pouvoir de Banzhaf [1965], voir *supra* 1.4.1.3 pour une description de cet indice) influence négativement la valeur de la firme, ce qui confirme l'assertion de Bebchuk et *al.* (2000), selon laquelle la séparation des droits de vote et des actions entraîne une augmentation des coûts d'agence anticipés par les investisseurs. En effet, dans leurs régressions, le rapport de l'indice de Banzhaf à la participation dans le capital des actionnaires dirigeants présente un coefficient négatif et significatif au seuil de 1 %. Ce résultat montre que plus le contrôle par actions du P-DG est important, plus les investisseurs anticipent des coûts d'agence élevés qui sont répercutés dans la valorisation de la firme. Finalement, une variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant a conclu un pacte avec d'autres actionnaires et 0 dans le cas contraire est associée positivement et significativement à la valeur de la firme. Roosenboom et Schramade (2006) concluent que lorsque le dirigeant accepte de partager le contrôle avec d'autres actionnaires, il est alors en mesure de réduire les coûts d'agence anticipés, ce qui se traduit par une valorisation plus élevée de la part des investisseurs.

## **3.2. PRESENTATION DES HYPOTHESES DE TRAVAIL ET DES VARIABLES DE L'ETUDE**

### **3.2.1. Hypothèses de travail**

#### *3.2.1.1. Pactes d'actionnaires et valeur de la firme*

Chemla et *al.* (2007) proposent un modèle dans lequel les pactes d'actionnaires permettent de maintenir constante la part de revenu issu de la firme de chaque associé dans les situations où, après qu'ils ont engagé les fonds de l'investissement initial, leur part de capital initial doit être modifiée afin :

- d'empêcher un des associés de réaliser un transfert de richesse *ex post* aux dépens des

- autres ;
- d'inciter *ex ante* les fondateurs à investir dans la firme de manière à maximiser la valeur de la firme ;
- d'empêcher un des associés de s'opposer à un transfert du contrôle créateur de valeur.

En l'absence de clauses pertinentes, la renégociation nécessaire pour obtenir le changement des parts de capital pourra induire un changement dans la répartition du revenu de l'entreprise. L'intuition peut être formalisée de la manière suivante : prenons le cas de deux individus associés dans la création d'une firme. Un des deux associés dispose d'un pouvoir de négociation plus faible que l'autre ; soit  $A1$  l'associé disposant du pouvoir de négociation le plus faible et  $A2$  l'autre associé. Le premier engage une somme  $S$  correspondant à une fraction du capital  $\alpha_1 C$  qui permet de maximiser la valeur de la firme et lui donne le droit à une part  $\alpha_1 R$  du revenu final de la firme. Une des trois situations décrites précédemment se présente et entraîne la nécessité de redéfinir le partage du capital pour ne pas altérer la valeur de la firme et le revenu final  $R$  qu'elle procurera. Par exemple, l'actionnaire  $A2$  menace de réaliser un transfert de richesse aux dépens de l'autre actionnaire. Pour remédier à cette situation, il devient nécessaire d'augmenter la proportion de capital détenu par  $A2$  pour que les coûts du transfert de richesse soient supérieurs à ses gains. Les auteurs montrent qu'en l'absence de tout pacte, la négociation pour redéfinir le partage initial de la firme se fera au détriment de l'associé  $A1$ , car il dispose d'un pouvoir de négociation plus faible. Après la redéfinition des intérêts de chaque associé dans la firme, le niveau de participation de  $A1$  dans la firme devient  $\alpha_2 C$  avec par hypothèse  $\alpha_2 < \alpha_1$ . Cet associé aura donc investi une somme  $S = \alpha_1 C$  et se retrouvera avec une richesse finale  $\alpha_2 R + \gamma C < \alpha_2 R + (\alpha_1 - \alpha_2) R = \alpha_1 R$ , car le différentiel de pouvoir de négociation entraîne  $\gamma < (\alpha_1 - \alpha_2)$ . Autrement dit, l'associé  $A1$  cédera une partie de ses actions à un prix inférieur à leur valeur. Évidemment, l'associé  $A1$ , conscient de son faible pouvoir de négociation, anticipera cette situation ; il ne sera pas incité à engager les fonds nécessaires à un investissement initial qui permettra *ex ante* de maximiser la valeur de la firme.

Chemla et al. (2007) montrent comment les pactes d'actionnaires permettent de prévenir ce genre de situation. D'après leur modèle, les options de vente peuvent maintenir le partage de la richesse finale quand l'actionnariat des différents associés doit être modifié dans le but d'empêcher le transfert de richesse *ex post*. Une option d'achat jouera le même rôle lorsque le problème de transfert de richesse *ex post* est remplacé par un problème d'investissement *ex post*. Les droits de sortie conjointe interdisent aux associés d'augmenter leur part de la richesse finale en menaçant les autres de vendre leurs actions à un investisseur qui diminuerait la valeur de la



firme, ou en précédant les autres associés dans la vente d'actions dans le cas où l'investisseur augmenterait la valeur de la firme. Les obligations de sortie conjointe interdisent aux associés d'augmenter leur part de la richesse finale en refusant le transfert du contrôle par un investisseur qui augmente la valeur de la firme. Les clauses de demande d'introduction en bourse empêchent les associés d'augmenter leur part de la valeur finale en s'opposant à une introduction qui augmenterait la valeur de la firme. Le droit de vente proportionnelle lors d'une introduction en bourse interdira aux associés d'augmenter leur part du revenu final en vendant une fraction disproportionnée de leurs actions à cette occasion. Finalement, les clauses permettant de préserver un droit aux bénéfices lors de la cession d'actions à un actionnaire exerçant une option d'achat empêcheront ce dernier d'augmenter sa part du revenu final de la firme.

Il ressort du modèle de Chemla et *al.* (2007) que les pactes d'actionnaires, en permettant de maintenir constant le partage du revenu final de la firme, lorsqu'il est nécessaire de redéfinir les parts des associés, préservent l'incitation à investir de manière optimale lors de la création de l'entreprise. De plus, Bennedsen et Wolfenzon (2000) montrent que les structures d'actionariat où plusieurs actionnaires importants ne peuvent contrôler la firme sans se mettre d'accord permettent de limiter l'expropriation des minoritaires. Les coalitions ainsi formées pour obtenir la majorité des droits de vote vont, en agrégeant la part du capital détenue, internaliser les conséquences de leurs actions de manière plus importante que chacun de leurs membres. De même, Gomes et Novaes (2005) montrent qu'un dirigeant actionnaire, en acceptant de partager le contrôle avec un autre actionnaire important, peut limiter l'expropriation des actionnaires minoritaires, car aucun des deux n'acceptera que l'autre réduise la valeur de la firme pour profiter de bénéfices privés. Finalement, Bloch et Hege (2001) montrent que la compétition pour le contrôle entre plusieurs actionnaires est bénéfique pour les actionnaires minoritaires. Les pactes d'actionnaires peuvent être vus comme l'acceptation d'un partage du contrôle. Certains de nos pactes prévoient une répartition des sièges au conseil d'administration ainsi que la limitation de la concentration des actions dans les mains d'un des membres du pacte. Finalement, la qualification en action de concert par l'Autorité des marchés financiers de certains pactes montre bien que ces derniers peuvent servir de support à l'organisation d'un contrôle partagé. Les pactes devraient donc se traduire par une valeur de la firme plus importante en moyenne lors de l'introduction en bourse :

*H1. La présence de pactes d'actionnaires influence positivement la valeur de la firme.*

Les recherches précédemment citées rendent compte d'un aspect potentiellement positif sur la valeur de la présence de pactes d'actionnaires liés à la coopération entre les actionnaires de

référence. Néanmoins, une étude attentive de ces pactes montre que dans le cas où aucun actionnaire ne détient la majorité du contrôle, la présence de pactes peut, par l'intermédiaire des clauses d'inaliénabilité et/ou la mise en place de droits de préemption, permettre aux membres signataires du pacte de conserver une majorité des droits de vote et donc, de rendre toute prise du contrôle impossible sans leur consentement. En effet, beaucoup de pactes prévoient la mise en place d'un bloc stable d'actions de façon à conserver au moins 51% des droits de vote. La stabilité du bloc d'actions sera dans la majorité des cas obtenue grâce à une clause d'inaliénabilité qui obligera les signataires à conserver une certaine fraction de leurs actions pendant une durée déterminée. Une deuxième façon d'assurer une certaine stabilité est de mettre en place un droit de préemption. Dans ce cas, chaque signataire du pacte désirant céder sa participation dans la firme devra au préalable laisser aux autres membres la possibilité d'acheter ses actions. De cette manière, l'entrée d'un nouvel actionnaire important dans l'entreprise ne pourra se faire sans l'accord de tous les membres du pacte. Ce dernier mécanisme apparaît plus coûteux qu'une clause d'inaliénabilité, dans la mesure où il implique une augmentation du risque supporté par les membres du pacte qui se porteraient acquéreurs des actions destinées à être cédées.

La mise en place d'un pacte d'actionnaires peut donc aboutir à une situation similaire à celle qui est exposée par Stulz (1988), où le dirigeant, se trouvant protégé d'une OPA hostile, s'enracine et refuse toute prise de contrôle qui pourrait créer de la valeur. Cette protection vis-à-vis du marché du contrôle peut répondre aux besoins liés à une cession planifiée de la firme après l'introduction en bourse, comme le pense Zingales (1995), mais elle peut aussi répondre au seul besoin de protéger des bénéfices privés importants sans que soit planifiée une quelconque cession de la firme. Ainsi, la mise en place d'un pacte d'actionnaires pourrait être intéressante lorsque le risque de l'entreprise est tel qu'il devient difficile de conserver la majorité des droits de vote. Alors que séparément, chacun des actionnaires initiaux ne pourrait continuer à profiter de bénéfices privés importants, le fait de conclure un pacte entre eux leur permettra de continuer à jouir du contrôle. On se retrouve ainsi dans le cas analysé par Bebchuk (1999) : la mise en place d'un pacte d'actionnaires permet de conserver le contrôle tout en limitant l'investissement personnel d'entreprise. Bien évidemment, dans ce dernier cas, la présence d'un pacte pour protéger une consommation de bénéfices privés impliquera un partage entre les membres signataires. En l'occurrence, la mise en place d'un pacte d'actionnaires aboutissant à une protection absolue vis-à-vis du marché du contrôle devrait avoir un impact négatif sur la valeur de la firme (Stulz, 1988) :

*H2. La présence d'un pacte d'actionnaires isolant la firme du marché du contrôle influence négativement la valeur de la firme.*

### 3.2.1.2. *Engagements de conservation et valeur de la firme*

Dans le premier chapitre, nous avons présenté les modèles de Courteau (1995) et de Brau et *al.* (2005), qui aboutissent à une conclusion similaire : la longueur des engagements de conservation est proportionnelle au degré d'asymétrie d'information existant entre les actionnaires internes (c'est-à-dire exerçant des fonctions opérationnelles au sein de l'entreprise) et les investisseurs. Si l'on s'en tient à cette prédiction, alors nous ne devrions observer aucune relation entre la longueur des engagements de conservation et la valeur de la firme. En effet, la mise en place d'un engagement de conservation d'une longueur donnée est déterminée de façon endogène et à l'équilibre, chaque firme présentera le ou les engagements de conservation nécessaires pour maximiser la valeur de la firme en réduisant l'asymétrie d'information. C'est ce qui est sous-entendu dans le modèle de Brau et *al.* (2005). Les auteurs considèrent qu'il existe seulement deux types de firmes désirant être introduites en bourse : les firmes de bonne qualité et les firmes de mauvaise qualité. Implicitement, les auteurs supposent que les firmes de bonne qualité ont toute la même valeur et ils démontrent l'existence d'un équilibre séparé dans lequel seules les firmes de bonne qualité réussiront leur introduction en bourse. Les auteurs n'aboutissent à aucune prédiction sur la valeur de la firme.

Dans le modèle de Courteau (1995), les caractéristiques (longueur et pourcentage d'actions concernées) des engagements de conservation vont dépendre de trois facteurs : le niveau d'asymétrie d'information, la valeur de la firme à signaler et le risque spécifique de la firme. De manière générale, la longueur des engagements de conservation sera décroissante avec le risque idiosyncrasique et la valeur de la firme signalée est une fonction croissante du pourcentage d'actions concernées par un engagement de conservation. L'auteur distingue trois niveaux d'asymétrie d'information : faible, moyen et élevé. Courteau obtient les résultats suivants :

- Lorsque l'asymétrie d'information avec le marché est faible, les engagements de conservation sont courts.
- Lorsque le niveau d'asymétrie d'information est intermédiaire et que la valeur de la firme à signaler est faible, les dirigeants choisissent un engagement de conservation court.
- Lorsque le niveau d'asymétrie d'information est intermédiaire mais que la valeur de la firme à signaler est importante, les dirigeants choisissent volontairement un engagement de conservation long, car la valeur de la firme est tellement élevée qu'ils ne peuvent la signaler en choisissant un engagement de conservation court.
- Lorsque le niveau d'asymétrie d'information est important, les dirigeants sont obligés de prendre un engagement de conservation long, quelle que soit la valeur de la firme.

Courteau montre ainsi que dans certains cas, la longueur de l'engagement de conservation n'est pas qu'une fonction du niveau d'asymétrie d'information, mais aussi de la valeur de la firme.

D'autre part, les résultats obtenus dans le chapitre 1 laissent penser que les engagements de conservation permettent aussi de compenser certaines faiblesses du système de gouvernance des entreprises candidates à l'introduction en bourse. Par exemple, les engagements de conservation sont d'autant plus longs sur le second marché que la divergence entre les droits au flux et les droits de vote est importante. Cette variable influence aussi positivement la probabilité de choisir, sur le nouveau marché, un engagement de conservation plus contraignant que ceux qui sont imposés par la réglementation. La taille du conseil d'administration semble aussi être associée positivement à la longueur des engagements de conservation sur le second marché. Ainsi, que ce soit du point de vue de la théorie de l'agence ou de la théorie du signal, nous pouvons penser que la longueur des engagements de conservation peut avoir une influence positive sur la valeur de la firme. Nous testerons donc l'hypothèse suivante :

*H3. La longueur des engagements de conservation influence positivement la valeur de la firme.*

#### *3.2.1.3. Efficience du système de gouvernance lors de l'introduction en bourse et signalisation*

Jensen et Meckling (1976) montrent que le niveau de participation du propriétaire initial permettra d'augmenter la valeur de la firme en réduisant les coûts d'agence. Leland et Pyle (1977) indiquent qu'en augmentant le niveau de participation dans sa firme, un propriétaire initial peut signaler la qualité de celle-ci et obtenir en conséquence une valorisation plus élevée. L'hypothèse testée est donc :

*H4. Le niveau de participation du dirigeant influence positivement la valeur de la firme.*

Cette relation n'est pas forcément linéaire, car au-delà d'un certain niveau de participation, le dirigeant détiendra un nombre suffisant de droits de vote pour ne plus craindre les OPA hostiles. Il pourra aussi s'opposer à toute tentative de prise de contrôle créatrice de valeur, ce qui pourra générer des coûts plus importants que les gains liés à un meilleur alignement avec les actionnaires (Stulz, 1988). Ainsi, le niveau de participation du propriétaire initial peut être lié positivement à la valeur de la firme jusqu'à un certain seuil, et négativement ensuite.

*H5. Le niveau participation du dirigeant influence positivement la valeur de la firme jusqu'à un certain seuil, et négativement au-delà.*

D'après Bebchuk (1999), lorsque les bénéficiaires privés liés au contrôle de la firme sont importants, le propriétaire initial peut décider de garder le contrôle, même si pour cela il doit conserver une majorité d'actions et se passer des avantages d'une meilleure diversification permise par l'introduction en bourse. De plus, il montre que si l'actionnaire en a la possibilité, il choisira de garder le contrôle tout en diminuant le plus possible la part d'action de la firme qu'il détient. Dans ce cas, les coûts d'agence peuvent atteindre des niveaux très élevés, comme l'expliquent Bebchuk et *al.* (2000). De même, Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988, 1989) montrent que toute déviation du principe « une action-un droit de vote » réduira la valeur de la firme dans la plupart des cas, car cela favorisera les prises de contrôle destructrices de valeur tout en défavorisant les prises de contrôle créatrices de valeur. En conséquence, le niveau de divergence entre les droits aux flux et le niveau de contrôle devrait influencer négativement la valeur de la firme. Le niveau de contrôle sera mesuré par l'indice de Shapley-Shubik du P-DG.

*H6. La divergence entre les droits aux flux et le niveau de contrôle influence négativement la valeur de la firme.*

Selon Fama (1980) et Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration est une institution clé dans la résolution des conflits d'agence. Pour ces auteurs, l'efficacité du conseil d'administration repose en partie sur son indépendance mesurée par la présence d'administrateurs externes (non affiliés au management). L'hypothèse correspondante est :

*H7. L'indépendance du conseil d'administration influence positivement la valeur de la firme.*

Comme nous l'avons cité précédemment, Lipton et Lorsch (1992) pensent que la taille du conseil d'administration ne doit pas être trop importante sous peine de gêner son bon fonctionnement. Ce point amène l'hypothèse ci-dessous :

*H8. La taille du conseil d'administration influence négativement la valeur de la firme.*

Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) suggèrent que la surveillance mutuelle entre les différents managers au sein du conseil d'administration limite leur liberté de prendre des décisions les favorisant au détriment des actionnaires. D'une part, lorsque les membres du management sont en compétition pour le contrôle de l'entreprise, ils sont incités à contrôler les décisions des autres managers. Une décision d'un des membres du management qui ne respecterait pas le critère de maximisation de la valeur pourrait constituer un avantage relatif dans la compétition pour le contrôle, dès lors qu'un autre membre de l'équipe de direction s'en serait rendu compte. D'autre part, dans le cas où les décisions destructrices de valeur au niveau de la firme ont un impact négatif sur la valeur des membres de l'équipe de direction sur le marché du travail, alors

ces derniers seront d'autant plus incités à se surveiller mutuellement. Ainsi, la surveillance mutuelle, en limitant le comportement opportuniste des dirigeants, contribue à augmenter la valeur de la firme anticipée par les investisseurs :

*H9. Le degré de surveillance mutuelle entre les membres de l'équipe de direction influence positivement la valeur de la firme.*

D'après l'hypothèse de certification de Booth et Smith (1986), la réputation d'une banque d'investissement peut permettre de réduire l'asymétrie d'information et ainsi augmenter la valeur de la firme, ce qui amène l'hypothèse suivante :

*H10. La réputation de la banque d'investissement influence positivement la valeur de la firme.*

### **3.2.2. Présentation des variables**

L'ensemble des informations de cette partie sont résumées dans le tableau 3.1.

#### *3.2.2.1. Valeur de la firme*

Charreaux (1991, 1995) souligne la difficulté de choisir une mesure de la performance de la firme. Tout d'abord, les mesures peuvent être *ex post*, dans la mesure où elles tiennent compte de la résolution *a posteriori* des conflits d'intérêts. Williamson (1988) explique que les coûts *ex post* constituent une spécificité de la théorie des coûts de transaction par rapport à la théorie de l'agence. Les mesures de valeur strictement comptables constituent un exemple d'indicateurs *ex post*, puisqu'elles permettent de mesurer une performance passée. Dans la théorie de l'agence, le propriétaire initial supportera les coûts d'agence anticipés par les investisseurs ; donc, une mesure de la performance cohérente avec ce cadre d'analyse sera de type *ex ante* (par exemple, le rapport de la valeur de marché à la valeur comptable des capitaux propres). Dans le cadre de nos travaux, il semble légitime d'utiliser une mesure de type *ex ante*. En effet, les entreprises désirant être introduites en bourse devront convaincre les investisseurs qu'elles offrent une bonne opportunité de placement ; or, ces derniers s'intéressent principalement à la performance future de l'entreprise.

D'autre part, la valeur de la firme peut s'appréhender du seul point de vue des actionnaires ou d'un point de vue global tenant compte à la fois des intérêts des actionnaires et des créanciers. À ce titre, les études qui ont cherché à tester le lien entre structure de propriété et valeur de la

firme<sup>24</sup> ont pour la plupart utilisé le  $Q$  de Tobin, qui est une mesure de la valeur globale de la firme et qui se calcule selon la formule suivante :

$$Q = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Valeur de marché de la dette}}{\text{Valeur de remplacement des actifs}}$$

Étant donné l'indisponibilité fréquente d'une valeur de marché pour la dette ainsi que de la valeur de remplacement des actifs, les chercheurs ont souvent recours à l'approximation suivante du  $Q$  de Tobin :

$$Q = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Valeur comptable de la dette}}{\text{Valeur nette comptable des actifs}}$$

### 3.2.2.2. Mesures relatives aux pactes d'actionnaires et au contrôle de l'entreprise

Pour tester l'hypothèse H1, nous avons créé une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsqu'un pacte d'actionnaires est présent et 0 dans le cas contraire. Les notes d'information mises à disposition du public par les entreprises à l'occasion de leur introduction en bourse font état de la présence et du contenu des pactes d'actionnaires s'ils existent. Dans certains cas, la présence du pacte était juste mentionnée dans le prospectus, car son contenu n'était pas encore finalisé. Dans tous les cas, pendant la période 1996-2000, les pactes d'actionnaires une fois conclus devaient être transmis au Conseil des marchés financiers (aujourd'hui fusionné dans l'Autorité des marchés financiers avec la Commission des opérations de bourse), en vertu de l'article 356-1-4 de la loi du 24 juillet 1966. Ainsi, nous avons pu trouver, sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers, l'intégralité des pactes d'actionnaires.

Pour tester l'hypothèse H2, nous avons créé une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'un pacte d'actionnaires protège l'entreprise d'une prise de contrôle hostile et 0 dans le cas contraire. Un pacte d'actionnaires sera considéré comme protégeant d'une OPA hostile s'il contient une clause prévoyant explicitement la stabilité d'un bloc d'actions équivalant à plus de 50 % des droits de vote, ou bien lorsqu'une clause d'inaliénabilité aboutit à la même situation de manière implicite (c'est-à-dire si la somme des actions sous engagements d'inaliénabilité équivaut à plus de 50 % des droits de vote). Finalement, la présence d'une clause de préemption permettant aux signataires du pacte de prévenir l'intrusion dans le capital d'un investisseur externe en rachetant les actions d'un membre désirant céder tout ou partie de sa participation sera

---

<sup>24</sup> Morck et al. (1988b), McConnell et Servaes (1990), Hermalin et Weisbach (1991) et Agrawal et Knoeber (1996) entre autres.

aussi considérée comme une protection vis-à-vis d'une prise de pouvoir hostile, dans le cas où le nombre d'actions soumises à cette clause correspond à plus de 50% des droits de vote.

Pour mesurer le niveau de contrôle du P-DG, nous avons retenu l'indice de Shapley-Shubik. Lorsque le contrôle de la société introduite en bourse est exercé au travers d'une ou plusieurs pyramides, nous avons fait la somme du produit des indices de Shapley-Shubik le long des différentes chaînes de contrôle, selon la méthode suggérée par Edwards et Weichenrieder (2004b). La méthode ainsi que les différents calculs sont exposés dans le chapitre 1, paragraphe 1.4.1.3, appendices 1.1 et 1.2. La divergence entre le degré de contrôle et les droits aux flux du P-DG sera mesurée par le rapport de l'indice de Shapley-Shubik avec la participation dans le capital du dirigeant.

La variation du degré de contrôle mesure l'incidence d'un pacte d'actionnaires sur la concentration du contrôle. Nous avons commencé par calculer, pour chaque actionnaire, l'indice de Shapley mesurant son degré de contrôle sans tenir compte de la présence d'un pacte. Nous avons ensuite calculé la concentration du pouvoir sans pacte d'actionnaires en utilisant l'indice d'Herfindahl comme suit :

$$\text{Concentration du pouvoir sans pacte} = IS_1^2 + IS_2^2 + \dots + IS_j^2 + IS_{j+1}^2 + \dots + IS_n^2$$

avec  $(IS_1^2; IS_2^2; \dots; IS_j^2)$  les valeurs de Shapley pour chacun des  $j$  signataires du pacte considéré indépendamment de leur adhésion à ce dernier et  $(IS_{j+1}^2; \dots; IS_n^2)$  les indices de Shapley des  $n-j$  actionnaires non signataires du pacte. Nous avons ensuite calculé la concentration du contrôle en tenant compte de la présence d'un pacte d'actionnaires. Le calcul est le même que précédemment, mis à part que les indices de Shapley sont calculés à partir d'une structure d'actionnaires où les droits de vote détenus directement et indirectement par les signataires d'un pacte ont été agrégés :

$$\text{Concentration du pouvoir avec pacte} = IS_{\text{membres du pacte}}^2 + IS_{j+1}^2 + \dots + IS_n^2$$

avec  $IS_{\text{membres du pacte}}^2$  l'indice de Shapley obtenu en considérant que les membres du pacte d'actionnaires votent de la même manière. Finalement, la variation du degré de contrôle  $\Delta(\text{CP})$  résultant de la présence d'un pacte sera mesurée par la variation en pourcentage de la concentration du pouvoir lorsque l'on passe d'une situation à l'autre :



$$\Delta(\text{CP}) = \frac{\text{Concentration du pouvoir avec pacte} - \text{concentration du pouvoir sans pacte}}{\text{concentration du pouvoir sans pacte}} \times 100$$

### 3.2.2.3. Mesures relatives aux engagements de conservation d'actions

Concernant les hypothèses relatives à la longueur des engagements de conservation, nous avons inclus la longueur des engagements de conservation en jours du P-DG et des entreprises de capital-risque le cas échéant. Nous avons aussi ajouté une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque au moins une entreprise de capital-risque détient un siège ou plus au conseil d'administration et 0 dans le cas contraire. Pour identifier un éventuel effet positif sur la valeur des engagements de conservation des entreprises de capital-risque lié à leur capacité de contrôle, nous avons aussi ajouté, dans nos tests multivariés, un terme d'interaction entre les engagements de conservation des entreprises de capital-risque et la variable dichotomique indiquant la détention ou non d'un siège au conseil d'administration. En effet, nous avons l'intuition que s'il existe un effet positif des engagements de conservation sur la valeur de la firme lié à la capacité de contrôle des entreprises de capital-risque, celui-ci devrait être plus prononcé lorsque ces dernières disposent d'un siège au conseil d'administration. En effet, le fait de siéger au conseil d'administration des firmes qu'elles financent devrait renforcer leur capacité de contrôle.

### 3.2.2.4. Actionnariat du P-DG

La part du capital détenue par le P-DG correspond au nombre d'actions qu'il possède directement et indirectement, rapporté au nombre d'actions total composant le capital de la société une fois l'introduction en bourse passée. Les actions détenues indirectement peuvent être, selon les cas, celles d'une holding contrôlée par le P-DG ou encore les actions détenues directement ou indirectement par des membres de sa famille.

### 3.2.2.5. Conseil d'administration

La proportion d'administrateurs externes correspond au nombre d'administrateurs externes divisé par le nombre total d'administrateurs siégeant au conseil d'administration. Notre définition d'un administrateur externe correspond à celle du rapport Viénot. La procédure de collecte de cette variable est détaillée au chapitre 1, paragraphe 1.4.1.3. La taille du conseil d'administration est mesurée par le nombre d'administrateurs y siégeant.

### 3.2.2.6. *Surveillance mutuelle*

Notre mesure de la surveillance mutuelle est la même que celle qui est utilisée par Rediker et Seth (1995). Cette variable se calcule de la manière suivante :

$$\text{Surveillance mutuelle} = 1 - \sum_{i=1}^n \left( \frac{\text{Nombre de votes détenus par le manager administrateur } i}{\text{Nombre total de votes détenus par les managers administrateurs}} \right)^2$$

avec  $n$  le nombre de managers disposant d'un siège au conseil d'administration. Ce calcul repose sur l'intuition que la surveillance mutuelle entre différents directeurs est d'autant plus probable que ces derniers disposent d'un nombre de droits de vote équivalent. Plus les droits de votes sont dispersés au sein des membres de la direction siégeant au conseil d'administration, plus ces derniers auront le pouvoir et donc le désir de contrôler les décisions de leurs collègues. Notre variable « surveillance mutuelle » sera égale à 0 lorsqu'un dirigeant est le seul à siéger au conseil d'administration et tendra vers 1 plus la concentration des droits de vote sera faible. Dans leur calcul, Rediker et Seth (1995) utilisent le nombre d'actions de chaque directeur administrateur. Étant donné la haute fréquence d'entreprise avec des droits de vote doubles et contrôlés au moyen de pyramides, nous avons décidé d'utiliser le nombre de droits de vote directs et indirects de chaque directeur administrateur. Lorsque deux personnes ou plus de la même famille (même nom de famille, mariage etc.) siègent au conseil d'administration, nous avons agrégé leurs droits de vote directs et indirects. Bien que beaucoup de firmes de notre échantillon soient détenues à plus de 50% par une même famille (surtout pour les entreprises du second marché), de nombreuses entreprises ont été fondées par deux individus ou plus ce qui, à notre avis, laisse une certaine place à l'existence d'un phénomène de surveillance mutuelle entre associés.

### 3.2.2.7. *Rang de l'établissement introducteur*

Pour mesurer la réputation d'un introducteur teneur de marché, nous avons calculé son rang mesuré par rapport aux capitaux levés par les entreprises clientes sur la période 1991-2000. Pour chaque banque de l'échantillon, nous avons divisé la somme des capitaux levés par les entreprises clientes par le nombre total de ces mêmes entreprises. À partir de ce critère, nous avons assigné à chaque banque le chiffre de son quartile d'appartenance pour obtenir une mesure croissante de son rang, variant ainsi de 1 à 4. Le processus de collecte de la variable est détaillé dans le chapitre 1, paragraphe 1.4.1.2.

#### 3.2.2.8. *Variables de contrôle*

Finalement, nous avons inclus dans nos tests multivariés un ensemble de variables de contrôle similaires à celles de Roosenboom et Schramade (2006) : l'âge de la firme, le marché d'introduction (second marché ou nouveau marché), la marge brute, le taux d'immobilisations corporelles (exprimé en pourcentage du total de l'actif), l'appartenance à un secteur de la haute technologie et finalement la taille de l'entreprise (mesurée par le total de l'actif net comptable).

### 3.3. RESULTATS DE L'ETUDE EMPIRIQUE

#### 3.3.1. Présentation de l'échantillon

L'échantillon utilisé dans ce chapitre est le même que celui du chapitre 1. Aussi, nous renvoyons le lecteur au tableau 1 du chapitre 1 pour une description générale de notre échantillon de 292 entreprises introduites sur le second et le nouveau marché de la bourse de Paris, entre 1996 et 2000.

##### 3.3.1.1. *Composition des pactes d'actionnaires*

Dans le tableau 3.2, nous présentons des statistiques descriptives concernant la composition des pactes d'actionnaires et le niveau de détention du capital de différents types d'actionnaires adhérents à ces pactes.

Sur notre échantillon de 292 entreprises, nous observons 63 firmes présentant un pacte d'actionnaires au moment de leur introduction en bourse. Les pactes d'actionnaires contiennent le plus souvent des clauses d'inaliénabilité empêchant tout ou partie des adhérents de vendre une part de leurs actions durant une période déterminée, ainsi que des clauses de préemption obligeant toute personne qui désirerait vendre ses actions à les proposer en priorité aux autres signataires avant de pouvoir les vendre à une tierce partie (cf. chapitre 2). La part du capital soumise à une clause d'inaliénabilité représente en moyenne 30,98 % du capital post-introduction, alors que la part du capital concernée par un droit de préemption représente 46,59 % de l'ensemble des actions existantes après introduction en bourse (première et deuxième ligne du tableau 3.2).

Dans les lignes suivantes du tableau 3.2, nous donnons, pour différents types d'actionnaires, d'abord le pourcentage d'actions détenu après introduction lorsqu'ils sont signataires d'un pacte d'actionnaires ; et ensuite, le poids qu'ils représentent dans ce pacte défini

comme le pourcentage de leurs actions par rapport au nombre total d'actions détenues par l'ensemble des membres du pacte après introduction en bourse.

On remarque tout d'abord que les fondateurs qui participent à un pacte détiennent en moyenne 46,99 % du capital. Ils sont majoritaires à l'intérieur du pacte, puisque leurs actions représentent 69,11 % de l'ensemble des actions détenues par les signataires. Les P-DG qui signent un pacte d'actionnaires détiennent en moyenne 31,40 % des actions et représentent 45,79 % des actions détenues par les membres du pacte d'actionnaires. Concernant les entreprises de capital-risque, elles détiennent en moyenne 6,37 % du capital et ont un poids de 9,47 % dans le pacte d'actionnaires. Si l'on se restreint aux firmes pour lesquelles au moins une entreprise de capital-risque est membre du pacte (13 firmes sur notre échantillon), alors on constate une nette augmentation de la part de capital détenu qui est de 30,88 %. Le même résultat est observé en ce qui concerne leur poids dans le pacte d'actionnaires, qui atteint le niveau de 45,89 % des actions détenues par le pacte. Il est intéressant d'observer que ces chiffres sont similaires à ceux qui concernent le P-DG. On constate donc que les entreprises de capital-risque qui participent à des pactes d'actionnaires détiennent une fraction substantielle du capital post-introduction des firmes. On observe des résultats similaires pour les investisseurs institutionnels et les managers non familiaux : ils détiennent une part importante du capital dès lors que l'on considère le sous-échantillon d'entreprises où ils font partie d'un pacte. Pour neuf entreprises, les investisseurs institutionnels membres d'un pacte détiennent en moyenne 19,59 % du capital post-introduction et ont un poids de 30,41 % dans le pacte. Concernant les 26 entreprises où des managers non familiaux font partie d'un pacte, on constate que ces derniers détiennent en moyenne 13,19 % du capital de la société post-introduction en bourse et ont un poids de 21,13 % dans le pacte. Ces résultats montrent clairement que les membres des pactes d'actionnaires sont des actionnaires détenant une fraction substantielle des actions de la firme. Les fondateurs et les P-DG sont les types d'actionnaires les plus représentés dans les pactes et disposent en moyenne d'un poids plus important.

### *3.3.1.2. Impact des pactes d'actionnaires sur la structure de propriété et de contrôle*

Dans le tableau 3.3. nous essayons de mesurer l'effet des pactes sur la structure de l'actionariat et le degré de contrôle de la firme. Les variables considérées sont la concentration du contrôle mesurée par l'indice de Herfindahl des degrés de contrôle de chaque actionnaire (mesurés par l'indice de Shapley-Shubik), la part du capital du premier actionnaire en pourcentage, la part de droits de vote du premier actionnaire en pourcentage, le degré de contrôle du premier actionnaire en pourcentage et la divergence entre degré de contrôle et droits au flux

du premier actionnaire mesurée par le rapport entre l'indice de Shapley-Shubik et le pourcentage d'actions détenues.

Pour mesurer l'effet des pactes d'actionnaires sur ces différentes variables, nous les avons d'abord calculées à partir des structures d'actionnariat telles qu'elles apparaissaient dans la note d'information (colonne intitulée « sans tenir compte des pactes d'actionnaires » dans le tableau 3.3. Ensuite, nous les avons calculées à nouveau en agrégeant les actions et droits de vote détenus par l'ensemble des membres du pacte (colonne intitulée « en tenant compte des pactes d'actionnaires » dans le tableau 3.3.

Concernant la concentration du pouvoir, nous avons utilisé l'indice de Herfindahl des indices de Shapley de chaque actionnaire sans tenir compte des pactes puis en en tenant compte, selon la procédure décrite dans le paragraphe 3.2.2.2. Pour les autres variables, les chiffres de la colonne « sans tenir compte des pactes d'actionnaires » concernent les valeurs calculées pour le premier actionnaire ; les chiffres de la colonne « en tenant compte des pactes d'actionnaires » concernent les valeurs calculées pour les membres du pacte d'actionnaires qui deviennent, lorsqu'ils sont considérés simultanément, le premier actionnaire de la firme. Pour chaque entreprise, nous avons calculé le pourcentage de variation de chaque variable entre d'une part, leur valeur sans tenir compte des pactes et d'autre part, leur valeur en en tenant compte.

La colonne intitulée « Pourcentage de variation moyen » représente la moyenne des pourcentages de variation sur l'échantillon de 63 entreprises présentant un pacte d'actionnaires. Les tests de différence présentés dans les deux dernières colonnes portent sur la différence de moyenne des valeurs de chaque variable entre la situation avec pacte et la situation sans pacte.

La concentration du contrôle passe de 4 904 en moyenne à 9 601 lorsque l'on agrège le degré de contrôle des membres d'un pacte d'actionnaires. Le pourcentage de variation moyen est de 300,90% et la différence de valeur entre les deux situations est significative au seuil de 1 % (le  $t$  de Student est de 17,13 et le  $z$  de Wilcoxon est de 6,90). Ces résultats montrent que si les membres d'un pacte d'actionnaires se coordonnent de manière à voter systématiquement dans le même sens, alors la structure de contrôle s'en trouve profondément modifiée. Les résultats concernant les autres variables vont dans ce sens. Ainsi, dans les entreprises qui présentent un pacte, le premier actionnaire détient en moyenne 37,61 % du capital. Si on agrège les actions détenues par l'ensemble des membres du pacte, ils deviennent alors le nouvel actionnaire de référence en détenant en moyenne 66,92 % du capital. La prise en compte d'un pacte d'actionnaires implique une augmentation moyenne de la fraction du capital détenue par le premier actionnaire de 45,09 %, qui est significative au seuil de 1 %. De même, le premier actionnaire détient en moyenne 56,14 % des droits de vote alors que les membres du pacte

détiendront ensemble 96,35 % des droits de vote, ce qui implique une variation moyenne de 41,29 % significative au seuil de 1 %. Le résultat est similaire pour le degré de contrôle (indice de Shapley-Shubik) qui passe de 50,80 % à 96,56 %. La différence entre les deux situations est significative au seuil de 1 %. Seul le degré de contrôle par action n'est pas affecté significativement par la présence d'un pacte d'actionnaires.

Il est intéressant de remarquer que les médianes augmentent de manière importante puisque sur les quatre premières variables, elles ont plus que doublé entre la situation où l'on ne tient pas compte des pactes d'actionnaires est celle où on en tient compte. On notera aussi que les écarts types diminuent sensiblement lorsque l'on tient compte des pactes d'actionnaires. Cela traduit le fait qu'indépendamment de la situation de départ de chacune des firmes, les pactes aboutissent à une structure de contrôle similaire pour toutes les firmes, et dans laquelle les membres détiennent la majorité du capital et du contrôle. Ces résultats montrent bien l'importance des pactes d'actionnaires en ce qui concerne le contrôle de la firme, puisque l'on passe d'une situation où le premier actionnaire détient en moyenne moins de 50 % du capital, des droits de vote et du contrôle mesuré par l'indice de Shapley-Shubik, à une situation où il détient en moyenne plus de 50 % du capital et plus de 90 % des droits de vote et du contrôle. À la lumière des résultats des tableaux 3.2 et 3.3, nous pouvons conclure que les actionnaires importants vont s'associer dans le but de détenir le contrôle quasi absolu de la firme. Cette situation est-elle un avantage pour l'investisseur ou un désavantage ? Tout d'abord, on peut adopter le point de vue de Bebchuk et *al.* (2000), qui affirment que la concentration du contrôle est mise en place dans le but de protéger la consommation de bénéfices privés. Dans ce cas, cette situation est dommageable pour l'investisseur. Cependant, Bennedsen and Wolfenzon (2000) montrent que l'expropriation des actionnaires minoritaires est réduite dans les situations où les actionnaires importants d'une firme ne sont pas en mesure de la contrôler unilatéralement sans former de coalition. Dans ce cas, la coalition, en agrégeant les actions détenues par chacune des parties, va internaliser les conséquences de ses actions de manière plus importante que ne le ferait chacun de ses membres. Dans la partie suivante, nous tenterons de répondre à cette question en considérant l'effet des pactes d'actionnaires sur la valeur de la firme.

### **3.3.2. Résultat des tests univariés**

#### *3.3.2.1. Pactes d'actionnaires et valeur de la firme*

Dans le tableau 3.4, nous présentons les résultats des tests de différence de moyenne ( $t$  de Student) et de rang ( $\chi$  de Wilcoxon) du  $Q$  de Tobin de groupes constitués selon la présence ou

non de pacte d'actionnaires et la présence ou non de six caractéristiques liées à ces derniers : protection vis-à-vis des OPA hostiles ; présence d'une clause d'inaliénabilité ou non ; présence d'une clause de préemption ou non ; prévision dans le pacte d'une répartition des sièges au conseil d'administration ou non ; prévision dans le pacte d'une limitation de la part de capital qui peut être détenue par chacun des membres ou non ; et enfin, le fait que le pacte d'actionnaires soit constitutif ou non d'une action de concert. Pour chacune de ces six caractéristiques, nous donnons la valeur des deux tests de différence lorsque l'on compare le groupe d'entreprises qui présentent cette caractéristique avec l'ensemble des autres entreprises de notre échantillon (ensemble des firmes qui n'incluent pas la caractéristique considérée tout en disposant d'un pacte d'actionnaires, plus les firmes pour lesquelles il n'existe pas de pacte). Les résultats de ces tests correspondent aux valeurs des lignes intitulées « Total » dans la colonne « Échantillon » du tableau 3.4. Toujours pour ces six caractéristiques liées aux pactes d'actionnaires, nous présentons aussi les résultats des tests de différence entre le groupe possédant la caractéristique considérée et le groupe ayant mis en place un pacte d'actionnaires mais pour lequel cette caractéristique est absente. Ces résultats correspondent aux valeurs des lignes intitulées « Firmes avec un pacte » dans la colonne « Échantillon » du tableau 3.4. Ces derniers tests sont effectués pour éliminer d'autres effets éventuels qui pourraient être dus à la simple présence d'un pacte d'actionnaires indépendamment de ses caractéristiques.

Les tests de différence du tableau 3.4 portent sur le Q de Tobin défini précédemment. Avant de procéder aux tests, nous avons effectué quelques manipulations pour éliminer l'influence de valeurs extrêmes dans notre échantillon. D'abord, à partir du Q de Tobin de nos 292 entreprises introduites entre 1996 et 2000, nous avons fixé toutes les valeurs supérieures au 95<sup>e</sup> centile égales à la valeur de ce dernier et toutes les valeurs inférieures au 5<sup>e</sup> centile ont été fixées égales à la valeur de ce centile. Ensuite, dans les tests, nous avons utilisé le logarithme népérien de la variable « tamisée » au 5<sup>e</sup> et 95<sup>e</sup> centile. Tous les tests présentés ont aussi été effectués à partir du Q de Tobin brut et ont donné des résultats similaires.

Les entreprises présentant un pacte ont un Q de Tobin moyen de 1,55 contre 1,25 pour les entreprises ne présentant pas de pacte. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 % selon les deux tests. Ces résultats corroborent l'hypothèse H1 selon laquelle la présence d'un pacte d'actionnaires a une influence positive sur la valeur de la firme.

L'hypothèse H2 est par contre infirmée par les tests univariés, puisque les 26 entreprises pour lesquelles le pacte d'actionnaires protège d'une OPA hostile ne présentent pas un Q de Tobin significativement moins élevé. En effet, il est de 1,37 pour les 26 entreprises pour lesquelles le pacte peut induire une protection du contrôle, contre 1,31 pour les autres entreprises

ne possédant pas de pacte ou bien n'étant pas protégées par ce dernier contre les OPA hostiles. Ces résultats se trouvent dans la ligne intitulée « Le pacte protège d'une OPA hostile ? » en considérant l'échantillon total. Les résultats sont identiques si l'on se restreint aux entreprises qui présentent un pacte (« Firmes avec un pacte »).

Dans les tests suivants du tableau 3.4, nous avons essayé de voir si le surcroît de valeur constaté pouvait être lié plus spécifiquement à une ou plusieurs caractéristiques des pactes d'actionnaires. La première des caractéristiques examinées correspond à la présence ou l'absence d'une clause d'inaliénabilité. Selon le tableau 3.4, la présence d'une telle clause ne semble pas être associée à une valeur plus importante de la firme dont on considère la différence avec l'ensemble des autres firmes, ou bien avec celles qui présentent un pacte sans clause d'inaliénabilité. La présence d'une clause de préemption semble par contre être associée significativement à une valeur plus faible lorsque, au sein des entreprises présentant un pacte d'actionnaires, on compare celles qui incluent cette clause avec les autres. On constate en effet que pour les 50 entreprises possédant une clause de préemption, le Q de Tobin moyen est de 1,45, contre 1,91 pour les autres. La différence est significative au seuil de 10 % seulement dans le test de Student, et au seuil de 5 % dans le test de Wilcoxon. La présence d'une clause prévoyant une répartition explicite des sièges au conseil d'administration entre divers membres du pacte d'actionnaires semble être associée de manière très significative à un surcroît de valeur dans le tableau 3.4. Les 17 entreprises pour lesquelles il existe une telle clause présentent un Q de Tobin moyen de 2,01. La différence avec les autres firmes dont on considère l'échantillon total ou bien celui des firmes présentant un pacte d'actionnaires est statistiquement significative au moins au seuil de 5 %. La présence d'une clause prévoyant une limitation du pourcentage de capital détenu par chacun des membres du pacte d'actionnaires ne semble pas avoir d'effet. Finalement, la qualification du pacte d'actionnaires en action de concert semble apporter un surcroît de valeur significatif au seuil de 5 % lorsque l'on considère la différence entre les entreprises présentant cette caractéristique (Q de Tobin moyen de 1,55) et l'ensemble des autres entreprises disposant d'un pacte ou non (Q de Tobin moyen de 1,28).

Ces résultats laissent penser qu'effectivement, les pactes d'actionnaires permettent d'obtenir un surcroît de valeur. Il est possible de penser que cette augmentation de la valeur est due à la coopération que le pacte d'actionnaires induit entre les signataires, puisque l'existence d'une clause prévoyant une répartition des sièges au conseil d'administration entre certains signataires et la qualification du pacte en action de concert sont associées positivement avec la valeur de la firme. Finalement, la protection que pourrait offrir un pacte d'actionnaires vis-à-vis du marché du contrôle ne semble pas avoir l'effet négatif posé dans l'hypothèse H2. Néanmoins,



l'effet négatif lié aux clauses de préemption doit nous amener à nuancer cette conclusion, puisque comme nous l'avons défini, les clauses de préemption sont une des méthodes privilégiées aboutissant à la protection vis-à-vis du marché du contrôle. Dans la partie suivante, nous conduirons, à propos des engagements de conservation, des tests de différence similaires à ceux que nous venons de présenter pour les pactes d'actionnaires.

### 3.3.2.2. *Engagements de conservation et valeur de la firme*

Le tableau 3.5 présente les résultats des tests de différence de moyenne (test  $t$  de Student) et de rang (test  $\chi$  de Wilcoxon) du Q de Tobin de groupes constitués sur la base de variables de regroupement liées aux pactes d'actionnaires. La variable dépendante a subi les mêmes modifications que celles qui sont décrites au paragraphe précédent (c'est-à-dire tamisage au 5<sup>e</sup> et 95<sup>e</sup> centile et transformation logarithmique). La présentation des résultats est similaire à celle du tableau 3.4 : la première colonne présente la variable de regroupement sous la forme d'une question (variable dichotomique prenant la valeur 1 si la réponse à la question est affirmative et 0 dans le cas contraire) ; la seconde colonne précise quel échantillon sert de base à la constitution des deux groupes comparés selon la variable considérée dans la première colonne ; les « N » et « Moyenne » en dessous du « Non » fournissent respectivement l'effectif et la valeur moyenne du Q de Tobin, pour lequel la réponse à la question de la première colonne est négative ; et ces deux mêmes colonnes situées en dessous du « Oui » présentent des informations analogues lorsque la réponse à la même question est positive.

Pour évaluer l'effet des engagements de conservation, nous avons d'abord comparé deux groupes selon qu'il existe ou non un engagement de conservation du P-DG à partir de l'échantillon total de 292 entreprises introduites en bourse entre 1996 et 2000 (première ligne du tableau 3.5 : « Le P-DG est-il soumis à un engagement de conservation ? »). Nous constatons que le Q de Tobin moyen pour les entreprises dont le P-DG est soumis à un engagement de conservation est de 1,78, contre 0,87 pour les firmes dont le P-DG n'est soumis à aucun engagement de conservation. La différence est statistiquement significative au seuil de 1% pour le test de Student et de Wilcoxon. Il semble donc que l'imposition d'un engagement de conservation au P-DG soit associée à une valeur de la firme plus importante, ce qui tendrait à corroborer l'hypothèse H3. Nous interprétons ces résultats avec précaution, car d'autres effets peuvent être à l'œuvre et particulièrement l'appartenance au second ou au nouveau marché. En effet, le Q de Tobin est inévitablement lié aux options de croissance anticipées et la plupart des engagements de conservation imposés aux P-DG se trouvent chez les entreprises du nouveau marché, pour des raisons réglementaires que nous avons exposées dans le premier chapitre. Ainsi,

ce résultat peut simplement être le reflet d'options de croissance en moyenne plus importantes chez les entreprises du nouveau marché.

Pour aller plus loin dans l'analyse, nous reproduisons, dans la deuxième ligne du tableau 3.5, le même test que précédemment, mais seulement sur les firmes du second marché. La différence n'est pas significative. Dans les deux lignes qui suivent, nous nous restreignons aux firmes du nouveau marché introduites après le 1<sup>er</sup> décembre 1998, date qui correspond à un changement dans la réglementation du nouveau marché. En effet, avant cette date, tous les dirigeants désirant introduire leur entreprise sur ce segment de la bourse de Paris devaient prendre un engagement de conservation de trois ans. L'échantillon des entreprises introduites avant cette date ne se prête donc pas à un test de l'influence de la longueur des engagements de conservation sur la valeur de la firme, puisque leur longueur ne varie pas. Les dirigeants des firmes introduites après cette date avaient le choix entre un engagement de conservation de 180 jours pour 100% de leurs actions, ou de 360 jours pour 80% de leurs actions. Cependant, certains ont choisi un engagement de conservation plus long. Dans la troisième ligne du tableau 3.5 (« Le P-DG a choisi un engagement de conservation de 360 jours ? »), nous considérons le sous-échantillon de 65 entreprises introduites après le 1<sup>er</sup> décembre 1998 et ayant choisi un des deux engagements réglementaires. Sur ce sous-échantillon, nous comparons un groupe de 45 entreprises dont le P-DG a choisi l'engagement de conservation réglementaire le plus long (360 jours) avec un groupe de 20 entreprises dont le P-DG a opté pour l'engagement de conservation réglementaire le plus court (180 jours). Le premier groupe, où les engagements de conservation sont de 360 jours, présente un Q de Tobin moyen de 2,01 alors que dans celui où les engagements de conservation sont de 180 jours, nous observons un Q de Tobin moyen de 2,46. Cette différence va à l'encontre de l'hypothèse H3, puisque le groupe d'entreprises ayant choisi l'engagement de conservation correspond à celui pour lequel le Q de Tobin moyen est le plus faible. Cette différence est statistiquement significative au seuil de 5 % selon les deux tests.

Dans la quatrième ligne du tableau 3.5, nous comparons, à partir de l'échantillon des entreprises du nouveau marché introduites après le 1<sup>er</sup> décembre 1998 (77 entreprises), un groupe de 12 entreprises ayant préféré un engagement de conservation plus long que ceux qui sont imposés par la réglementation avec le groupe de 65 entreprises ayant choisi un des deux engagements réglementaires. Nous ne trouvons aucune différence significative entre la moyenne du Q de Tobin des deux groupes.

Dans la cinquième ligne tableau 3.5, nous évaluons l'influence d'un engagement de conservation d'une entreprise de capital-risque sur le Q de Tobin. Pour éliminer un éventuel effet positif lié à la simple présence d'une entreprise de capital-risque, nous restreignons notre analyse à

un échantillon de firmes pour lesquelles il existe au moins une entreprise de capital-risque dans l'actionnariat (146 entreprises sur le second et le nouveau marché). Nous constatons que les entreprises pour lesquelles au moins une entreprise de capital-risque se voit soumise à un engagement de conservation présentent une valeur moyenne supérieure à celles qui ne sont pas dans cette situation (pour les premières, le Q de Tobin est de 1,74 alors que pour les secondes, il est de 1,05). La différence est très significative. Néanmoins, nous suspectons que cet effet soit lié comme précédemment au marché d'introduction, car les entreprises de capital-risque sont plus souvent présentes chez les firmes du nouveau marché. Pour s'assurer de la validité de ce résultat, nous avons conduit, dans les deux dernières lignes du tableau 3.5, les mêmes tests de différence sur chacun des marchés. Dans l'avant-dernière ligne, nous avons effectué des tests sur les firmes du second marché : aucune différence significative n'apparaît. Les résultats sont similaires lorsque l'on considère seulement les firmes du nouveau marché, à l'exception du test de Student de 1,70 significatif au seuil de 1 %, ce qui corrobore l'hypothèse selon laquelle un engagement de conservation appliqué aux entreprises de capital-risque apporte un surcroît de valeur (2,06 pour ces entreprises contre 1,76 pour les autres). Néanmoins, il semblerait que l'effet positif constaté dans ces tests tienne plus à l'appartenance au nouveau marché des entreprises qu'aux engagements de conservation des firmes de capital-risque. Il semble logique que les entreprises du nouveau marché aient un Q de Tobin plus élevé, puisqu'en moyenne, elles présentent des opportunités de croissance plus importantes. En résumé, les résultats que nous présentons ne corroborent pas l'hypothèse H3 et les plus significatifs que nous obtenions supportent l'hypothèse inverse : les engagements de conservation concernant les P-DG ont un impact négatif sur la valeur de la firme.

De nombreux facteurs peuvent influencer la valeur de la firme ; il convient donc de procéder à des tests multivariés qui nous permettront de tenir compte simultanément de ces différents facteurs.

### **3.3.3. Résultats des tests multivariés**

Les *t* de Student des régressions présentées dans les tableaux 6 à 8 ont été corrigées de l'hétéroscédasticité selon la procédure de White (1980). Pour chaque modèle de régression, nous présentons le R<sup>2</sup> ajusté mesurant la part de la variance expliquée par nos modèles, la statistique F mesurant la qualité de l'ajustement global, le coefficient d'inflation de la variance maximal, minimal et moyen qui nous permettent d'évaluer la présence de multicollinéarité.

### 3.3.3.1. Réplication de l'étude de Roosenboom et Schramade (2006)

Dans le tableau 3.6, nous proposons une répliation de l'étude de Roosenboom et Schramade (2006). En effet, comme nous l'avons signalé précédemment, ces auteurs proposent une étude du marché français sur une période chevauchant la nôtre, puisqu'elle concerne les entreprises introduites en bourse sur le second et le nouveau marché entre 1991 et 1999. Notre échantillon est presque composé pour moitié d'entreprises du second marché et du nouveau marché (respectivement 158, représentant 54,11 % de l'échantillon, et 134, soit 45,89 % de l'échantillon). L'échantillon de Roosenboom et Schramade (2006) est plus largement représentatif du second marché, puisque les entreprises en composent environ les deux tiers (201 pour ce marché et 98 pour le nouveau marché). Étant donné la proximité de nos travaux, nous avons jugé intéressant de commencer par une rapide répliation de leur étude dont les résultats sont présentés dans le tableau 3.6. Les auteurs utilisent comme mesure de la valeur de la firme le ratio de la capitalisation boursière sur la valeur comptable des capitaux propres post-introduction. Nous utilisons ici le Q de Tobin calculé à partir du premier cours coté. Nous avons retenu les mêmes variables explicatives que Roosenboom et Schramade (2006) : la participation du P-DG et son carré ; le degré de contrôle par action du P-DG défini dans un cas par le rapport entre l'indice de Shapley-Shubik du P-DG et sa participation (les auteurs utilisent l'indice de Banzhaf), puis par le pourcentage de droits de vote divisé par le pourcentage du capital détenu ; une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il existe un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire ; le logarithme du chiffre d'affaires et de l'âge de la firme ; le taux de marge bénéficiaire défini comme le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le chiffre d'affaires (Roosenboom et Schramade [2006] utilisent l'EBITDA) ; le taux d'immobilisations corporelles mesuré par le rapport entre la valeur nette comptable des immobilisations corporelles et la valeur nette comptable de l'ensemble de l'actif de la firme ; une première variable dichotomique sectorielle prenant la valeur 1 lorsque la firme appartient à un secteur lié à la haute technologie et 0 dans le cas contraire ; une deuxième variable dichotomique sectorielle prenant la valeur 1 si la firme appartient à un secteur de type industriel et 0 dans le cas contraire ; et finalement, un ensemble de quatre variables dichotomiques pour les années 1996-1999 (nous avons pris soin d'exclure une des cinq années de la période d'étude pour éviter un problème de multicolinéarité parfaite). Chacune de ces variables est définie dans le tableau 3.1.

Globalement, nos résultats sont cohérents avec ceux de Roosenboom et Schramade (2006), dans la mesure où les coefficients portent tous les mêmes signes, bien que les variables n'aient pas la même significativité. Tout d'abord, nous constatons un effet positif de la part des actions détenues par le P-DG, mais ce dernier n'est pas toujours significatif selon les modèles estimés.

Cet effet positif est statistiquement significatif dans le modèle 1 au seuil de 5 % et ne sera significatif au seuil de 10 % que dans les modèles 3 et 4. Le carré de cette variable présente bien un effet négatif dans les modèles 1, 3, 6 et 8, mais il est au mieux significatif au seuil de 10 %. Il en est de même pour le degré de contrôle par action du P-DG et lorsque nous utilisons une mesure alternative comme le pourcentage de droits de vote divisé par le pourcentage du capital détenu, nous ne constatons aucun résultat significatif (modèles 5 à 8). La présence d'un pacte d'actionnaires ne présente l'effet positif attendu que lorsque est incluse la variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte a pour effet de protéger l'entreprise contre les OPA hostiles et 0 dans le cas contraire. En effet, dans les modèles 1, 2, 5 et 6, la présence d'un pacte d'actionnaires a un effet positif mais jamais significatif. Dans les modèles 3, 4, 7 et 8, cette variable devient significative au seuil de 5 %. On constate dans ces mêmes modèles que l'utilisation du pacte d'actionnaires pour protéger le contrôle de l'entreprise a un effet négatif et significatif au seuil de 5 %. Ces régressions expliquent environ 65 % de la variabilité de la valeur de la firme, comme le montrent les  $R^2$  ajustés des huit modèles estimés. Notons cependant que les modèles dans lesquels est incluse la part des actions détenues par le P-DG élevée au carré sont susceptibles de souffrir de multicollinéarité, comme l'attestent les facteurs importants d'inflation de la variance (ils sont supérieurs à 25 dans les modèles 1, 2, 6 et 8). Il s'agit là d'un effet très souvent observé dans les études empiriques, où l'on essaye de modéliser une relation non linéaire avec la variable dépendante en incluant une variable et son carré dans la même régression. Ces premiers résultats corroborent l'hypothèse H1 selon laquelle la présence d'un pacte d'actionnaires influence positivement la valeur de la firme, ainsi que l'hypothèse H2 qui prédit que la protection du contrôle par l'intermédiaire d'un pacte a un effet négatif sur la valeur de la firme.

### *3.3.3.2. Présentation des résultats de notre étude*

Dans les tableaux qui suivent, nous présentons des modèles de régression plus personnels qui incluent des variables explicatives supplémentaires. Chaque modèle est estimé avec comme variable dépendante le Q de Tobin calculé à partir du prix définitif d'introduction. Nous avons refait tous les tests présentés en calculant le Q de Tobin avec le premier cours coté et le 10<sup>e</sup> cours coté, et nous avons obtenu des résultats très similaires.

Dans le tableau 3.7, nous testons l'ensemble des hypothèses présentées précédemment. Par rapport à l'étude de Roosenboom et Schramade (2006), nous avons gardé la plupart des variables de contrôle : le logarithme de l'âge de la firme, la marge brute, le taux d'immobilisation corporelle, les deux variables dichotomiques indiquant l'appartenance soit à un secteur lié à la haute technologie, soit à un secteur de type industriel pour l'autre, la variable dichotomique

d'introduction ou non sur le nouveau marché ainsi que les variables dichotomiques indiquant quatre des cinq années de notre période d'étude. Par contre, nous avons décidé de mesurer la taille non plus par le logarithme du chiffre d'affaires, mais plutôt par le logarithme de l'actif net comptable au moment de l'introduction en bourse. Concernant les variables explicatives, nous avons conservé le pourcentage d'actions détenues par le P-DG ; par contre, nous avons supprimé le carré de cette variable car d'une part, il ne présente qu'un effet peu significatif (cf. régression du tableau 3.6), et d'autre part, il est potentiellement source de multicolinéarité. Bien évidemment, nous gardons la variable dichotomique indiquant la présence d'un pacte d'actionnaires ainsi que celle qui indique si ce dernier protège ou non le contrôle des OPA hostiles. Concernant cette dernière variable, dont la définition pourrait être critiquée (en effet, il est possible que certains pactes aboutissent à une protection efficace contre les OPA alors même que le pourcentage des droits de vote correspondant aux actions concernées par une clause d'inaliénabilité et/ou de préemption est inférieur à 50 % de l'ensemble des droits de vote). Pour éviter d'avoir à fixer un seuil, nous avons inclus une variable mesurant l'augmentation de la concentration du contrôle induite par la présence d'un pacte (le calcul de cette variable est présenté dans le paragraphe 3.2.2.2 et dans le tableau 3.1). Nous supposons que plus la concentration du contrôle au sein des membres du pacte d'actionnaires est importante, moins ils ont à craindre une OPA hostile et donc, moins ils sont sensibles à la discipline que pourrait exercer le marché du contrôle. De plus, nous avons inclus le logarithme de la durée de l'engagement de conservation du P-DG d'une part et des entreprises de capital-risque d'autre part. Dans ce dernier cas, pour isoler l'effet lié strictement à un engagement de conservation des entreprises de capital-risque, nous avons intégré une variable dichotomique prenant la valeur 1 s'il existe au moins une entreprise de capital-risque siégeant au conseil d'administration, ainsi qu'un terme d'interaction entre cette variable dichotomique et le logarithme de la durée de l'engagement de conservation des entreprises de capital-risque. L'intuition sous-jacente est qu'un engagement de conservation concernant une entreprise de capital-risque ne pourrait avoir d'importance que si elle a les moyens de contrôler et de participer activement à la gestion de l'entreprise. Nous supposons qu'un siège au conseil d'administration permet un tel contrôle. Nous incluons aussi les variables relatives à l'indépendance du conseil d'administration et à sa taille, ainsi que la surveillance mutuelle entre dirigeants. Finalement, nous testons aussi l'influence du rang de la banque introductrice sur la valeur de la firme.

Concernant les hypothèses relatives aux effets sur la valeur de la présence d'un pacte d'actionnaires (hypothèse H1 et H2), nous observons, dans les modèles 1, 2, 6 et 7, que la présence d'un pacte d'actionnaires a une influence positive et toujours significative au seuil de

1 % (les  $t$  de Student vont de 3,01 pour le modèle 1 à 3,68 pour le modèle 7). Les coefficients pour cette variable vont de 0,20 pour le modèle 1 à 0,23 pour le modèle 7). Ces résultats corroborent l'hypothèse H1. Nous observons aussi un effet négatif sur la valeur de la protection du contrôle qui dérive d'un pacte d'actionnaires (ligne « pacte protège des OPA hostiles »). En effet, les coefficients de -0,32 dans le modèle 2 et de -0,34 dans le modèle 7 concernant la variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte d'actionnaires protège des OPA hostiles et 0 dans le cas contraire sont statistiquement significatifs au seuil de 1 % (les  $t$  de Student sont respectivement de 3,47 et 3,62 dans les modèles 2 et 7). Ce résultat tendrait à confirmer l'hypothèse H2. Dans les régressions 1 et 6, nous avons remplacé la variable dichotomique précédente par une variable quantitative mesurant l'augmentation de la concentration du contrôle résultant d'un pacte d'actionnaires. Les coefficients, bien que de moindre ampleur, sont là aussi statistiquement significatifs au seuil de 1 % ( $t$  de Student respectivement de 2,64 et 3,05 dans les modèles 2 et 7). Nous pouvons donc conclure avec un certain degré d'assurance que la valeur de la firme est liée de façon négative à l'augmentation de la concentration du contrôle due à la présence d'un pacte d'actionnaires. Ces résultats confirment aussi l'hypothèse H2.

Concernant les effets des engagements de conservation sur la valeur (hypothèse H3), nous observons un effet négatif de la longueur de l'engagement de conservation du dirigeant dans les modèles 3 à 5. Cette variable devient significative au fur et à mesure que nous incluons la durée des engagements de conservation du capital-risque (modèle 4) et la variable dichotomique indiquant la présence d'entreprises de capital-risque au conseil d'administration ainsi que le terme d'interaction entre cette dernière variable et la première (modèle 5). Ces résultats infirment l'hypothèse H3 lorsque l'on considère les engagements de conservation du P-DG, puisque le coefficient est négatif et significatif respectivement au seuil de 10 % et 5% dans les modèles 4 et 5. Dans les modèles 6 et 7, les résultats sont les mêmes, si ce n'est qu'ils sont encore plus significatifs, puisque les  $t$  de Student qui étaient respectivement de 1,91 et 2,07 dans les modèles 4 et 5 augmentent pour atteindre 2,17 et 2,21.

Par contre et conformément à notre intuition, la durée d'un engagement de conservation d'une entreprise de capital-risque a un effet statistiquement significatif et positif, mais seulement lorsqu'elle est en mesure d'effectuer un contrôle efficace de la gestion d'entreprise grâce à la détention d'un siège au conseil d'administration. En effet, la variable d'interaction entre la durée d'engagement de conservation des entreprises de capital-risque et leur présence au conseil d'administration est positive et statistiquement significative au seuil de 5 % dans les modèles 5 à 7, avec un  $t$  de Student de 2,86 pour les modèles 5 et 7 et 2,74 pour le modèle 6. Ce résultat

corrobores l'hypothèse H3 pour les entreprises de capital-risque, et seulement si elles disposent d'un siège au conseil d'administration.

La part des actions détenues par le P-DG en pourcentage a un effet positif et toujours significatif dans les sept modèles de régressions présentés dans le tableau 3.7. Les  $t$  de Student vont de 1,74 pour le modèle 2 à 2,56 pour le modèle 6. Hormis pour le modèle 2, les coefficients sont toujours significatifs au seuil de 5 %. L'hypothèse H4 est corroborée par ces résultats, qui confirment par ailleurs ceux de Roosenboom et Schramade (2006). Concernant l'hypothèse H5, nous avons inclus dans nos sept régressions le carré du pourcentage d'actions détenues par le P-DG qui n'a jamais présenté de coefficients statistiquement significatifs. D'autre part, comme on peut le voir dans le tableau 6, l'inclusion de cette variable dans les régressions du tableau 3.7 pose des problèmes importants de multicollinéarité. Nous rejetons donc l'hypothèse H5.

L'indépendance du conseil d'administration ne semble pas être prise en compte dans la valorisation de l'entreprise, puisque aucun des coefficients ne présente de  $t$  de Student significatifs. L'hypothèse H6 est donc rejetée. La taille du conseil d'administration présente des coefficients toujours positifs allant de 0,15 à 0,25 et significatifs au seuil de 5 % pour les régressions 2, 5, 6 et 7 et de 1 % pour les régressions 1, 3 et 4. Ce résultat est contraire à l'hypothèse H7, puisqu'il indique que la taille du conseil d'administration a un effet positif sur la valeur de la firme au moment de l'introduction en bourse. Enfin, la surveillance mutuelle entre dirigeants siégeant au conseil d'administration ne présente un effet significatif que dans les trois dernières régressions (10 % pour les modèles 5 et 6 et 5 % pour le modèle 7). Ces résultats ne nous permettent pas de conclure en faveur de l'hypothèse H8.

Finalement, il semblerait que le rang de la banque introductrice soit la variable ayant le plus d'effet sur la valeur (en faisant abstraction des variables de contrôle et notamment de la taille de la firme). En effet, cette variable est toujours significative au seuil de 1 % et les  $t$  de Student vont de 7,95 (modèle 4) à 8,23 (modèles 2 et 5). Les coefficients sont presque tous de 0,22, indiquant que le rang de la banque introductrice influence positivement la valeur de la firme. Ce résultat confirme l'hypothèse H9 et met en lumière l'importance du rôle de certification des banques d'investissement pour les entreprises désirant s'introduire en bourse.

La qualité globale des régressions présentées est plutôt bonne, puisque nous obtenons des statistiques F toutes significatives au seuil de 1 % et toutes supérieures à 51. La part de la variance de la valeur de la firme mesurée par le Q de Tobin est très élevée, puisque les  $R^2$  ajustés sont de 0,78 dans les modèles 1, 2 et 5. Ils sont de 0,77 dans les modèles 3 et 4. Et enfin, ils atteignent 0,79 dans les modèles 6 et 7. Ces résultats sont largement dus à l'inclusion du logarithme de l'actif net comptable dans les régressions, lequel est très fortement significatif puisqu'il présente des  $t$  de



Student tous supérieurs à 15. Cette variable a une influence négative sur le Q de Tobin, ce qui semble logique puisqu'en général, une valeur de l'actif net comptable importante indique que l'entreprise a exploité la plupart de ses opportunités de croissance. L'examen des facteurs d'inflation de la variance (VIF dans les trois dernières lignes du tableau 3.7) ne semble pas révéler de problèmes de multicollinéarité dans nos régressions. Chatterjee et Hadi (2006) indiquent que des facteurs d'inflation de la variance supérieurs à 10 et dont la moyenne est considérablement supérieure à 1 sont susceptibles de révéler des problèmes de multicollinéarité dans les données. Le facteur d'inflation de la variance maximal est de 5,97 dans les régressions 6 et 7 et la moyenne des facteurs d'inflation de la variance ne dépasse pas 2,28. Ces chiffres nous permettent de penser que la multicollinéarité n'est pas un problème dans nos régressions.

Étant donné les différences fondamentales entre les entreprises introduites d'une part sur le nouveau marché et d'autre part sur le second marché (cf. statistiques descriptives du tableau 1.4 du chapitre 1), nous avons estimé les modèles 6 et 7 du tableau 3.7 sur chacun des groupes d'entreprises. Ces deux modèles reprennent l'ensemble des variables explicatives ; dans un modèle, nous incluons la variable mesurant l'augmentation de la concentration du contrôle résultant d'un pacte d'actionnaires et dans l'autre la variable dichotomique indiquant que le pacte d'actionnaires protège des OPA hostiles. Les résultats sont présentés dans le tableau 3.8. La présence d'un pacte d'actionnaires conserve son effet positif et significatif sur la valeur de la firme, quel que soit le marché de l'introduction. L'effet du pacte d'actionnaires concernant le contrôle et la protection vis-à-vis des OPA hostiles est similaire sur le second marché. Sur le nouveau marché, l'augmentation de la concentration du contrôle n'a pas d'impact sur la valeur, et la variable dichotomique indiquant que le pacte protège des OPA hostiles a un effet négatif significatif seulement au seuil de 10 % avec un *t* de Student de 1,69. De manière surprenante, la longueur des engagements de conservation du P-DG n'a un effet négatif et significatif que sur les entreprises du nouveau marché, avec des coefficients de -0,07 significatifs au seuil de 1 % dans le modèle 3 et de 5 % dans le modèle 4 (*t* de Student de 1,97 et 2,27). La variable d'interaction entre la présence d'une entreprise de capital-risque au conseil d'administration et la durée de l'engagement de conservation est des plus significatives, hormis dans le modèle 4 où le *t* de Student est 1,94. De manière surprenante, l'indépendance du conseil d'administration a un effet négatif et significatif au seuil de 10 % pour les entreprises du second marché. L'effet positif sur la valeur de la firme observé dans les régressions du tableau 7 semble être confiné aux entreprises du nouveau marché. Il semblerait donc que le marché voie d'un bon œil le fait qu'un plus grand nombre d'administrateurs siègent au conseil d'administration et qu'il n'anticipe pas de problème de coordination comme le postule la théorie. Finalement, ces régressions confirment l'importance

du rang de la banque introductrice, puisque quel que soit le marché, cette variable influence positivement la valeur de la firme au seuil de significativité de 1 % dans toutes les régressions. On notera que les  $t$  de Student sont plus importants dans le cas des firmes du nouveau marché (respectivement 6,50 et 6,01 pour les modèles 3 et 4, contre 3,25 dans le modèle 1 et 3,59 dans le modèle 2). Il semblerait donc que le rôle des banques d'investissement soit une variable plus sensible pour les entreprises du nouveau marché, ce qui peut se comprendre puisque, en moyenne, elles présentent une asymétrie d'information plus importante que les entreprises du second marché.

## CONCLUSION

Lors d'une introduction en bourse, se pose le problème de l'asymétrie d'information entre les actionnaires historiques de l'entreprise et les investisseurs. Les premiers doivent s'efforcer de convaincre les seconds du bien-fondé du prix des actions qu'ils proposent. De plus, l'introduction en bourse d'une entreprise, de par l'ouverture du capital sous-jacente, implique un changement dans la répartition du pouvoir et dans la géographie du capital, ce qui peut entraîner des conflits d'agence qui viendront réduire le prix auquel les actions peuvent être vendues.

Nous avons d'abord montré, dans ce chapitre, que les pactes d'actionnaires modifient profondément la structure du contrôle des entreprises en concentrant le pouvoir dans les mains de ses membres. Ensuite, nous avons examiné les déterminants de la valeur de la firme au moment de son introduction en bourse, et notamment l'effet des pactes d'actionnaires et des engagements de conservation. Nos résultats mettent en lumière que les pactes d'actionnaires augmentent la valeur de la firme. Il est possible de penser que cet effet tient au partage du pouvoir entre les différents actionnaires signataires d'un pacte. En effet, nos tests univariés montrent que la valeur de la firme est significativement plus importante lorsque le pacte prévoit une répartition des sièges au conseil d'administration entre différents membres. Cependant, un pacte d'actionnaires diminue la valeur de la firme lorsqu'il permet à l'entreprise de se soustraire à la discipline du marché financier en la protégeant des prises de contrôle hostiles. Les engagements de conservation des dirigeants semblent avoir un effet négatif sur la valeur de la firme alors que dans le même temps, ceux des entreprises de capital-risque disposant d'un siège au conseil d'administration ont un effet positif sur la valeur de la firme. Ainsi, plus le marché anticipe le fait que le P-DG restera longtemps à la tête de l'entreprise, plus il révisé à la baisse la valeur de celle-ci. Ce résultat est surprenant, dans la mesure où le pourcentage d'actions détenues par le P-DG influence positivement la valeur de la firme ; donc, un engagement de conservation long devrait assurer au marché que le P-DG internalisera pendant cette période le coût d'un comportement opportuniste éventuel. Dans ce cas, on peut s'interroger sur l'utilité d'avoir imposé un engagement de conservation aux dirigeants. Par contre, plus une entreprise de capital-risque disposant de moyens de contrôle efficaces se maintient sur une longue durée, plus le marché révisé à la hausse la valeur de l'entreprise. Ce dernier résultat est cohérent avec la littérature sur le rôle de contrôle des entreprises de capital-risque. La fonction de certification des firmes de capital-risque semble jouer un rôle de moindre importance dans la mesure où l'effet positif de leurs engagements de conservation sur la valeur de la firme n'est important que lorsqu'elles disposent d'un siège au conseil d'administration. Pour les entreprises du nouveau marché, il semblerait que contrairement à ce que la théorie postule, la taille du conseil d'administration ait

un effet positif sur la valeur de la firme. Par rapport à notre période d'étude, beaucoup d'entreprises introduites sur le nouveau marché faisaient partie de la nouvelle économie liée à Internet et aux nouvelles techniques d'information et de communication. Elles intervenaient donc dans un environnement complexe nécessitant souvent la mise en commun de connaissances diverses, ce qui peut expliquer que le marché ait anticipé une meilleure gestion de l'entreprise lorsque le conseil d'administration comptait un nombre important de membres. Finalement, notre étude confirme l'importance du rang des banques introductrices, puisque ce dernier influence positivement et très significativement la valeur de la firme. Ce résultat peut être interprété comme étant cohérent avec la théorie de la certification.

**Tableau 3.1. Variables utilisées dans l'étude**

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
Présence d'un pacte d'actionnaires	H1	+	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si certains actionnaires de l'entreprise ont conclu un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire.
Le pacte protège des OPA hostiles	H2	-	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le pacte d'actionnaires protège les membres d'une prise de pouvoir lors d'une OPA hostile et 0 dans le cas contraire. Un pacte d'actionnaires sera considéré comme protégeant d'une OPA hostile s'il contient des dispositions (clauses d'inaliénabilité et/ou de préemption) prévoyant explicitement ou bien aboutissant de fait à la stabilité d'un bloc d'actions équivalant à plus de 50 % des droits de vote.
Augmentation de la concentration du contrôle due au pacte	H2	-	Pourcentage de variation entre d'une part, l'indice de Herfindahl calculé à partir des indices de Shapley de chaque actionnaire en agrégeant les droits de vote détenus directement et indirectement par les signataires du pacte, avec d'autre part, l'indice de Herfindahl calculé à partir des indices de Shapley de chaque actionnaire en ignorant leur appartenance au pacte d'actionnaires.
Durée de l'engagement de conservation du P-DG	H3	+	Longueur en jours de l'engagement de conservation du P-DG. La variable prend la valeur 0 lorsque le P-DG n'est pas soumis à un engagement de conservation.
Durée de l'engagement de conservation du capital-risque	H3	+	Longueur en jours de l'engagement de conservation des entreprises de capital-risque présentes dans le capital au moment de l'introduction en bourse et disposant d'au moins 5% du capital social après réalisation de l'introduction. Cette variable prend la valeur 0 s'il n'y a pas de société de capital-risque ou bien si elle(s) n'est (ne sont) pas soumise(s) à un engagement de conservation.
Présence du capital-risque au conseil d'administration	H3		Variable dichotomique prenant la valeur 1 si au moins une entreprise de capital-risque dispose d'un siège au conseil d'administration. La variable prend la valeur 0 s'il n'y a pas de société de capital-risque actionnaire après l'introduction ou bien si aucune ne détient au moins un siège au conseil d'administration.
Part des actions détenues par le P-DG en %	H4	+	Nombre d'actions détenues directement et indirectement par le P-DG divisé par le nombre d'actions total composant le capital de l'entreprise après l'introduction en bourse.
(Part des actions détenues par le P-DG en %)²	H5	-	Part des actions détenues par le P-DG en % élevée au carré.
Degré de contrôle par action du P-DG	H6	-	Rapport de l'indice de Shapley-Shubik du P-DG sur le pourcentage du capital détenu par le P-DG.
Indépendance du conseil d'administration	H7	+	Proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration.
Taille du conseil d'administration	H8	-	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration.
Surveillance mutuelle	H9	+	Cette variable est calculée en retranchant à 1 la valeur de l'indice de Herfindahl des pourcentage de droits de vote de chaque manager administrateur par rapport aux droits de vote totaux détenus par l'ensemble des managers administrateurs.
Rang de la banque introductrice	H10	+	Mesure du rang de l'établissement introducteur. Pour chaque banque de l'échantillon, nous avons divisé la somme des capitaux levés par les entreprises clientes par le nombre total de ces mêmes entreprises. À partir de ce critère, nous avons assigné à chaque banque le chiffre de son quartile d'appartenance pour obtenir une mesure croissante de son rang variant de 1 à 4.
Appartenance au nouveau marché	Contrôle	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient au nouveau marché et 0 si elle appartient au second marché.
Âge de la firme	Contrôle	?	Nombre d'années séparant l'année d'introduction et la date de création de la société indiquée dans le prospectus.
Marge brute	Contrôle	?	Rapport de l'excédent brut d'exploitation au chiffre d'affaires calculé à partir des comptes du dernier exercice comptable disponible avant l'introduction en bourse.

Suite du tableau 3.1 sur la page suivante

**Tableau 3.1. Variables utilisées dans l'étude (suite)**

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
Taux d'immobilisations corporelles	Contrôle	?	Rapport des actifs nets immobilisés au total de l'actif net comptable calculé à partir des comptes du dernier exercice comptable disponible avant l'introduction en bourse.
Appartenance à un secteur lié à la haute technologie	Contrôle	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient à un secteur lié à la haute technologie (secteurs correspondant aux codes SIC 283, 357, 365-367, 376, 382,384, 48, 737, 8731) et 0 dans le cas contraire.
Appartenance à un secteur de type industriel	Contrôle	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient à un secteur de type industriel (secteurs correspondant aux codes SIC 15, 17, 20, 22, 23, 24, 26, 27, 28 sauf 283, 30, 31, 32, 33, 34, 35 sauf 357, 36 sauf 365-367, 37 sauf 376, 38 sauf 382 et 384 et 39) et 0 dans le cas contraire.
Taille de la firme	Contrôle	?	Valeur nette comptable des actifs de l'entreprise pour le dernier exercice comptable complet avant la date d'introduction en bourse.

**Tableau 3.2. Statistiques descriptives de la composition des pactes d'actionnaires**

Variables	N	Moyenne	Médiane	Écart type
Pourcentage du capital inaliénable (% d'actions composant le capital post-introduction soumises à une clause d'inaliénabilité)	63	30,98	32,99	27,68
Pourcentage du capital sous préemption (% d'actions composant le capital post-introduction soumises à un droit de préemption)	63	46,59	51,41	30,24
Pourcentage du capital détenu par les fondateurs signataires du pacte	63	46,99	52,24	25,10
Poids des fondateurs dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte)	63	69,11	75,85	31,43
Pourcentage du capital détenu par le P-DG signataire du pacte	63	31,40	26,73	20,42
Poids du P-DG dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de ses actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte)	63	45,79	44,59	24,96
Pourcentage du capital détenu par les entreprises de capital-risque signataires du pacte <sup>(a)</sup>	63	6,37	0,00	14,32
Poids des entreprises de capital-risque dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(a)</sup>	63	9,47	0,00	20,84
Pourcentage du capital détenu par les entreprises de capital-risque signataires du pacte <sup>(b)</sup>	13	30,88	32,13	15,50
Poids des entreprises de capital-risque dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(b)</sup>	13	45,89	46,34	20,81
Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels signataires du pacte <sup>(a)</sup>	63	2,80	0,00	8,32
Poids des investisseurs institutionnels dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(a)</sup>	63	4,34	0,00	13,07
Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels signataires du pacte <sup>(b)</sup>	9	19,59	16,80	12,92
Poids des investisseurs institutionnels dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(b)</sup>	9	30,41	21,60	20,80
Pourcentage du capital détenu par les managers non familiaux <sup>(a)</sup>	63	5,44	0,00	9,47
Poids des managers non familiaux dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(a)</sup>	63	8,72	0,00	17,15
Pourcentage du capital détenu par les managers non familiaux <sup>(b)</sup>	26	13,19	10,81	10,78
Poids des managers non familiaux dans le pacte d'actionnaires (pourcentage de leurs actions dans le nombre d'actions total détenues par l'ensemble des membres du pacte) <sup>(b)</sup>	26	21,13	15,80	21,37

Les statistiques présentées dans le tableau 3.2 sont calculées sur un échantillon de 63 entreprises introduites entre 1996 et 2000 dont certains actionnaires ont conclu un pacte d'actionnaires.

<sup>(a)</sup>Les statistiques sont calculées inconditionnellement à la présence du type d'actionnaire concerné dans le pacte.

<sup>(b)</sup>Les statistiques sont calculées conditionnellement à la présence du type d'actionnaire concerné dans le pacte.

**Tableau 3.3. Statistiques descriptives de l'impact des pactes d'actionnaires sur la structure de propriété et de contrôle**

	Sans tenir compte des pactes d'actionnaires			En tenant compte des pactes d'actionnaires			Pourcentage de variation moyen	Tests de différence de moyenne et de rang	
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Moyenne	Médiane	Écart-type		Test de Student	Wilcoxon
Indice de Herfindahl du niveau de contrôle	4 904,09	2 396,60	3 975,51	9 601,34	10 000,00	1 800,27	307,90	17,13***	6,90***
Part du capital détenue (premier actionnaire / membres du pacte)	37,61	31,99	17,47	66,92	69,48	15,19	45,09	16,49***	6,86***
Droits de vote détenus (premier actionnaire / membres du pacte)	56,14	39,20	34,33	96,35	100,00	16,48	41,29	9,15***	5,87***
Degré de contrôle (premier actionnaire / membres du pacte)	57,80	40,46	33,66	96,56	100,00	15,53	40,09	8,96***	5,87***
Degré de contrôle par action (premier actionnaire / membres du pacte)	1,53	1,40	0,57	1,49	1,40	0,34	8,87	-0,55	-0,50

Les statistiques du tableau 3.3. sont calculées sur un échantillon de 63 entreprises introduites entre 1996 et 2000 et présentant un pacte d'actionnaires. Les trois premières colonnes présentent les valeurs des différentes variables indiquées en ligne à partir de la structure d'actionariat telle qu'elle apparaît dans le prospectus d'introduction. Les trois colonnes suivantes donnent la valeur de ces mêmes variables en considérant que les membres signataires du pacte d'actionnaires ne font qu'un : les différentes variables ont été recalculées en agrégeant les actions et droits de vote des membres du pacte d'actionnaires. La colonne « **pourcentage de variation moyen** » mesure l'impact du pacte d'actionnaires en donnant la moyenne sur les 63 entreprises du pourcentage de variation de chaque variable considérée. L'indice de Herfindahl du degré de contrôle est calculé en faisant la somme des carrés des valeurs de l'indice de Shapley-Shubik de chaque actionnaire dans la colonne « **Sans tenir compte des pactes d'actionnaires** ». Cette même variable est calculée en considérant le degré de contrôle conjoint des membres du pacte dans la colonne « **En tenant compte des pactes d'actionnaires** ». Les variables « **part du capital détenue** », « **droit de vote détenu** », « **degré de contrôle** » et « **degré de contrôle par action** » correspondent aux valeurs obtenues pour le premier actionnaire dans la colonne « **Sans tenir compte des pactes d'actionnaires** » et à celles qui ont été obtenues pour les membres du pacte d'actionnaires considérés comme un seul et même actionnaire dans la colonne « **En tenant compte des pactes d'actionnaires** ». Le « **degré de contrôle par action** » est obtenu en divisant l'indice de Shapley par le nombre d'actions du premier actionnaire dans un cas, ou des membres du pacte d'actionnaires dans l'autre cas. Les deux dernières colonnes présentent les résultats de tests de différence de moyenne et de rang entre les valeurs des variables calculées sans tenir compte des pactes d'actionnaires et en tenant compte des pactes d'actionnaires.

- \* significatif au seuil de 10%
- \*\* significatif au seuil de 5%
- \*\*\* significatif au seuil de 1%



**Tableau 3.4. Tests de différence de la valeur en fonction des différentes clauses contenues dans les pactes**

Variable de regroupement	Échantillon	Non		Oui		Tests de différence de moyenne	
		N	Moyenne	N	Moyenne	t de Student	z de Wilcoxon
Présence d'un pacte ?	Total	229	1,25	63	1,55	-2,62***	-2,61***
Le pacte protège d'une OPA hostile ?	Total	266	1,31	26	1,37	-0,34	-0,35
	Firmes avec un pacte	37	1,66	26	1,37	1,32	1,52
Présence d'une clause d'inaliénabilité ?	Total	250	1,30	42	1,43	-0,96	-1,23
	Firmes avec un pacte	21	1,75	42	1,43	1,44	1,35
Présence d'une clause de préemption ?	Total	242	1,29	50	1,45	-1,28	-1,26
	Firmes avec un pacte	13	1,91	50	1,45	1,76*	1,99**
Le pacte prévoit une répartition des sièges au conseil d'administration ?	Total	275	1,27	17	2,01	-3,71***	-3,24***
	Firmes avec un pacte	46	1,38	17	2,01	-2,63**	-2,30**
Le pacte prévoit une limitation de la part de capital qui peut être détenue par chacun des membres ?	Total	286	1,31	6	1,51	-0,58	-0,37
	Firmes avec un pacte	57	1,55	6	1,51	0,11	0,33
Le pacte d'actionnaires a été requalifié en action de concert ?	Total	249	1,28	43	1,55	-2,01**	-1,97**
	Firmes avec un pacte	20	1,55	43	1,55	0,00	0,20

Le tableau 3.4 présente des tests de différence de moyenne paramétriques et non paramétriques du Q de Tobin calculé à partir du prix d'offre définitif d'abord en fonction de la présence ou non de pactes d'actionnaires, du fait que le pacte protège ou non des OPA hostiles (c'est-à-dire si le nombre d'actions soumises à un droit de préemption et/ou une clause d'inaliénabilité représente une fraction des droits de vote supérieure à 50%), de la présence ou non de certaines clauses (inaliénabilité, préemption, répartition des sièges du conseil d'administration, limitation de la part de capital de chaque adhérent) et selon que le pacte est constitutif ou non d'une action de concert. Dans la première colonne, chaque question représente une variable dichotomique dans notre échantillon, prenant la valeur 1 si la réponse est affirmative et 0 dans le cas contraire. Pour les variables des six dernières lignes, nous avons effectué le test sur l'échantillon total de 292 entreprises introduites entre 1996 et 2000, puis sur le sous-échantillon de 66 firmes présentant un pacte d'actionnaires mais pas forcément la caractéristique considérée. Dans les deux colonnes suivantes (en dessous du « **Non** ») nous donnons l'effectif et la valeur moyenne du Q de Tobin pour le groupe ne présentant pas la caractéristique considérée (réponse négative à la question de la première colonne). Nous faisons de même dans les deux colonnes suivantes (en dessous du « **Oui** ») pour le groupe de firmes présentant la caractéristique considérée (réponse positive à la question de la première colonne). Les deux dernières colonnes présentent respectivement la valeur du test bilatéral de différence de moyenne de Student et du test de différence de rang bilatéral de Wilcoxon.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 3.5. Tests de différence de la valeur en fonction de la présence d'engagements de conservation**

Variable de regroupement	Échantillon	Non		Oui		Tests de différence de moyenne	
		N	Moyenne	N	Moyenne	t de Student	z de Wilcoxon
Le PDG est soumis à un engagement de conservation ?	TOTAL	142	0,87	150	1,78	-11,45***	-9,93***
Le PDG est soumis à un engagement de conservation ?	Firmes du second marché	142	0,85	16	0,82	0,29	0,11
Le P-DG a choisi un engagement de conservation de 360 jours ?	Nouveau marché, firmes introduites après le 10/12/1998 ayant choisi un des deux engagements réglementaires	20	2,46	45	2,01	2,07**	1,98**
Le P-DG a choisi un engagement de conservation plus contraignant que ceux qui sont imposés par la réglementation ?	Nouveau marché, ensemble des firmes introduites après le 10/12/1998	65	2,15	12	2,31	-0,56	-0,68
Les entreprises de capital-risque sont soumises à un engagement de conservation ?	Ensemble des firmes comptant au moins une entreprise de capital-risque dans leur actionnariat	81	1,05	65	1,74	-4,89***	-4,52***
Les entreprises de capital-risque sont soumises à un engagement de conservation ?	Firmes du second marché avec au moins une entreprise de capital-risque dans leur actionnariat	53	0,69	13	0,69	-0,01	-0,30
Les entreprises de capital-risque sont soumises à un engagement de conservation ?	Firmes du nouveau marché avec au moins une entreprise de capital-risque dans leur actionnariat	28	1,73	52	2,01	-1,60	-1,39

Le tableau 3.5 présente des tests de différence de moyenne paramétriques et non paramétriques du Q de Tobin calculé à partir du prix d'offre définitif en fonction de la présence de certains engagements de conservation du P-DG et des entreprises de capital risque. Dans la première colonne, chaque question représente une variable dichotomique dans notre échantillon, prenant la valeur 1 si la réponse est affirmative et 0 dans le cas contraire. La seconde colonne précise l'échantillon sur lequel portent les tests. Dans les deux colonnes suivantes (en dessous du « Non ») nous donnons l'effectif et la valeur moyenne du Q de Tobin pour le groupe ne présentant pas la caractéristique considérée (réponse négative à la question de la première colonne). Nous faisons de même dans les deux colonnes suivantes (en dessous du « Oui ») pour le groupe de firmes présentant la caractéristique considérée (réponse positive à la question de la première colonne). Les deux dernières colonnes présentent respectivement la valeur du test bilatéral de différence de moyenne de Student et du test de différence de rang bilatéral de Wilcoxon.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 3.6. Réplication de l'étude de Roosenboom et Schramade (2006)**

	Variable dépendante : Q de Tobin à la fin du 1er jour de cotation							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante	<b>3,53</b> (9,24)***	<b>3,56</b> (9,41)***	<b>3,58</b> (9,00)***	<b>3,61</b> (9,18)***	<b>3,52</b> (9,25)***	<b>3,51</b> (9,09)***	<b>3,57</b> (9,00)***	<b>3,56</b> (8,84)***
Part des actions détenues par le P-DG en %	<b>0,01</b> (2,03)**	<b>0,00</b> (1,57)	<b>0,01</b> (1,93)*	<b>0,00</b> (1,18)	<b>0,00</b> (1,26)	<b>0,01</b> (1,71)*	<b>0,00</b> (0,90)	<b>0,01</b> (1,61)
(Part des actions détenues par le P-DG en %)²	<b>-0,00</b> (1,69)*		<b>-0,00</b> (1,68)*			<b>-0,00</b> (1,45)		<b>-0,00</b> (1,44)
Degré de contrôle par action du P-DG	<b>-0,10</b> (1,75)*	<b>-0,05</b> (1,04)	<b>-0,10</b> (1,85)*	<b>-0,05</b> (1,14)	<b>-0,14</b> (1,22)	<b>-0,14</b> (1,32)	<b>-0,14</b> (1,29)	<b>-0,15</b> (1,39)
(% de droits de vote/% du capital) du P-DG					<b>0,11</b> (0,90)	<b>0,07</b> (0,51)	<b>0,11</b> (0,91)	<b>0,07</b> (0,53)
Présence d'un pacte d'actionnaires	<b>0,08</b> (1,04)	<b>0,11</b> (1,44)	<b>0,19</b> (2,00)**	<b>0,22</b> (2,37)**	<b>0,10</b> (1,35)	<b>0,08</b> (1,03)	<b>0,21</b> (2,29)**	<b>0,19</b> (1,99)**
Pacte protège des OPA hostiles			<b>-0,28</b> (2,11)**	<b>-0,28</b> (2,13)**			<b>-0,28</b> (2,16)**	<b>-0,28</b> (2,13)**
Appartenance au nouveau marché	<b>0,48</b> (5,72)***	<b>0,49</b> (5,84)***	<b>0,47</b> (5,49)***	<b>0,48</b> (5,61)***	<b>0,50</b> (5,88)***	<b>0,48</b> (5,69)***	<b>0,48</b> (5,65)***	<b>0,47</b> (5,46)***
Log (1+chiffre d'affaires)	<b>-0,22</b> (6,62)***	<b>-0,22</b> (6,70)***	<b>-0,22</b> (6,44)***	<b>-0,22</b> (6,52)***	<b>-0,22</b> (6,64)***	<b>-0,22</b> (6,56)***	<b>-0,22</b> (6,47)***	<b>-0,22</b> (6,38)***
Log (1+âge de la firme)	<b>0,01</b> (0,29)	<b>0,01</b> (0,16)	<b>0,01</b> (0,30)	<b>0,01</b> (0,18)	<b>0,01</b> (0,15)	<b>0,01</b> (0,27)	<b>0,01</b> (0,17)	<b>0,01</b> (0,29)
Marge	<b>-0,00</b> (0,20)	<b>0,00</b> (0,01)	<b>-0,00</b> (0,31)	<b>-0,00</b> (0,10)	<b>0,00</b> (0,06)	<b>-0,00</b> (0,15)	<b>-0,00</b> (0,05)	<b>-0,00</b> (0,25)
Taux d'immobilisations corporelles	<b>-0,00</b> (1,32)	<b>-0,00</b> (1,35)	<b>-0,00</b> (1,30)	<b>-0,00</b> (1,34)	<b>-0,00</b> (1,32)	<b>-0,00</b> (1,31)	<b>-0,00</b> (1,30)	<b>-0,00</b> (1,28)
Appartenance à un secteur lié à la haute technologie	<b>0,24</b> (2,69)***	<b>0,25</b> (2,76)***	<b>0,23</b> (2,73)***	<b>0,24</b> (2,80)***	<b>0,25</b> (2,78)***	<b>0,24</b> (2,71)***	<b>0,24</b> (2,82)***	<b>0,24</b> (2,75)***
Appartenance à un secteur industriel	<b>-0,09</b> (1,34)	<b>-0,09</b> (1,39)	<b>-0,10</b> (1,48)	<b>-0,10</b> (1,52)	<b>-0,10</b> (1,39)	<b>-0,09</b> (1,34)	<b>-0,11</b> (1,53)	<b>-0,10</b> (1,48)
Variables dichotomiques pour les années 1996, 1997, 1998 et 1999	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	292	292	292	292	292	292	292	292
R² ajusté	0,64	0,64	0,65	0,64	0,64	0,64	0,64	0,65
F de Fischer	29,07***	30,74***	26,76***	28,18***	29,24***	27,47***	26,80***	25,34***
VIF maximal	25,68	2,29	25,69	2,30	5,75	28,54	5,75	28,61
VIF minimal	25,58	1,97	1,25	1,11	1,14	1,20	1,25	1,25
VIF moyen	4,83	1,57	4,66	1,60	2,14	5,47	2,14	5,28

Les modèles (1) à (8) sont estimés grâce aux moindres carrés ordinaires sur un échantillon de firmes introduites entre 1996 et 2000. Les *t* de Student présentés entre parenthèses ont été calculés à partir des variances corrigées de l'hétéroscédasticité selon la procédure de White (1980). Les variables utilisées sont décrites dans le tableau 3.1. Pour chaque régression, nous indiquons le facteur d'inflation de la variance (VIF) maximal, minimal et moyen.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 3.7. Déterminants du Q de Tobin**

	Variable dépendante : Q de Tobin calculé à partir du prix définitif d'introduction en bourse						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constante	<b>4,52</b> (17,30)***	<b>4,62</b> (17,93)***	<b>4,59</b> (17,33)***	<b>4,55</b> (17,12)***	<b>4,54</b> (17,02)***	<b>4,42</b> (16,59)***	<b>4,52</b> (17,31)***
Présence d'un pacte d'actionnaires	<b>0,20</b> (3,01)***	<b>0,20</b> (3,09)***				<b>0,22</b> (3,46)***	<b>0,23</b> (3,68)***
Pacte protège des OPA hostiles		<b>-0,32</b> (3,47)***					<b>-0,34</b> (3,62)***
Augmentation de la concentration du contrôle	<b>-0,00</b> (2,64)***					<b>-0,00</b> (3,05)***	
Log (1+durée d'engagement de conservation du dirigeant)			<b>-0,03</b> (1,61)	<b>-0,03</b> (1,91)*	<b>-0,03</b> (2,07)**	<b>-0,04</b> (2,17)**	<b>-0,04</b> (2,21)**
Log (1+durée d'engagement de conservation du capital-risque)				<b>0,02</b> (1,44)	<b>-0,02</b> (1,16)	<b>-0,02</b> (0,90)	<b>-0,02</b> (1,03)
Entreprise de capital-risque au conseil d'administration					<b>-0,06</b> (0,85)	<b>-0,04</b> (0,58)	<b>-0,04</b> (0,56)
Log (1+durée d'engagement de conservation du capital-risque × Entreprise de capital-risque au conseil d'administration)					<b>0,07</b> (2,86)***	<b>0,07</b> (2,74)***	<b>0,07</b> (2,86)***
Part des actions détenues par le P-DG en %	<b>0,00</b> (2,05)**	<b>0,00</b> (1,74)*	<b>0,00</b> (2,07)**	<b>0,00</b> (2,38)**	<b>0,00</b> (2,39)**	<b>0,00</b> (2,56)**	<b>0,00</b> (2,25)**
Indépendance du conseil d'administration	<b>-0,00</b> (1,17)	<b>-0,00</b> (1,03)	<b>-0,00</b> (1,31)	<b>-0,00</b> (1,36)	<b>-0,00</b> (1,34)	<b>-0,00</b> (1,12)	<b>-0,00</b> (0,96)
Log (1+taille du conseil d'administration)	<b>0,20</b> (2,86)***	<b>0,17</b> (2,48)**	<b>0,21</b> (3,01)***	<b>0,19</b> (2,65)***	<b>0,18</b> (2,39)**	<b>0,17</b> (2,38)**	<b>0,15</b> (2,00)**
Surveillance mutuelle	<b>0,15</b> (1,25)	<b>0,17</b> (1,47)	<b>0,14</b> (1,20)	<b>0,16</b> (1,36)	<b>0,21</b> (1,73)*	<b>0,23</b> (1,85)*	<b>0,25</b> (2,08)**
Rang de la banque introductrice	<b>0,23</b> (8,69)***	<b>0,23</b> (8,67)***	<b>0,23</b> (8,57)***	<b>0,22</b> (8,39)***	<b>0,23</b> (8,46)***	<b>0,23</b> (8,59)***	<b>0,22</b> (8,56)***
Appartenance au nouveau marché	<b>0,23</b> (3,63)***	<b>0,22</b> (3,54)***	<b>0,38</b> (3,30)***	<b>0,39</b> (3,37)***	<b>0,41</b> (3,51)***	<b>0,41</b> (3,62)***	<b>0,41</b> (3,66)***
Log (1+âge de la firme)	<b>-0,04</b> (1,19)	<b>-0,03</b> (0,88)	<b>-0,03</b> (0,88)	<b>-0,02</b> (0,73)	<b>-0,04</b> (1,14)	<b>-0,05</b> (1,41)	<b>-0,04</b> (1,14)
Marge brute	<b>-0,00</b> (1,75)*	<b>-0,00</b> (2,18)**	<b>-0,00</b> (1,49)	<b>-0,00</b> (1,21)	<b>-0,00</b> (0,87)	<b>-0,00</b> (1,00)	<b>-0,00</b> (1,44)
Taux d'immobilisations corporelles	<b>-0,00</b> (0,22)	<b>-0,00</b> (0,19)	<b>-0,00</b> (0,54)	<b>-0,00</b> (0,54)	<b>-0,00</b> (0,42)	<b>-0,00</b> (0,19)	<b>-0,00</b> (0,15)
Appartenance à un secteur lié à la haute technologie	<b>0,12</b> (1,97)**	<b>0,11</b> (1,75)*	<b>0,10</b> (1,66)*	<b>0,11</b> (1,77)*	<b>0,10</b> (1,72)*	<b>0,12</b> (2,01)**	<b>0,11</b> (1,78)*
Appartenance à un secteur industriel	<b>-0,08</b> (1,28)	<b>-0,08</b> (1,27)	<b>-0,07</b> (1,20)	<b>-0,08</b> (1,30)	<b>-0,07</b> (1,27)	<b>-0,07</b> (1,30)	<b>-0,07</b> (1,29)
Log (1+taille de la firme)	<b>-0,39</b> (15,63)***	<b>-0,39</b> (16,07)***	<b>-0,39</b> (15,59)***	<b>-0,39</b> (15,24)***	<b>-0,39</b> (15,12)***	<b>-0,38</b> (14,92)***	<b>-0,39</b> (15,51)***
Variables dichotomiques pour les années 1996, 1997, 1998 et 1999	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>
Observations	292	292	292	292	292	292	292
R <sup>2</sup> ajusté	0,78	0,78	0,77	0,77	0,78	0,79	0,79
F de Fischer	58,71***	58,48***	57,68***	54,81***	51,36***	52,17***	52,17***
VIF maximal	2,34	2,34	5,91	5,93	5,96	5,97	5,97
VIF minimal	1,13	1,14	1,12	1,13	1,16	1,17	1,17
VIF moyen	1,64	1,63	2,02	2,02	2,28	2,26	2,24

Les modèles (1) à (7) sont estimés grâce aux moindres carrés ordinaires sur un échantillon de firmes introduites entre 1996 et 2000. Les *t* de Student présentés entre parenthèses ont été calculés à partir des variances corrigées de l'hétéroscédasticité selon la procédure de White (1980). Les variables utilisées sont décrites dans le tableau 3.1. Pour chaque régression, nous indiquons le facteur d'inflation de la variance (VIF) maximal, minimal et moyen.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 3.8. Déterminants du Q de Tobin selon le marché de cotation**

	Q de Tobin calculé à partir du prix d'introduction définitif			
	Second marché		Nouveau marché	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	<b>2,94</b> (10,73)***	<b>3,07</b> (10,67)***	<b>5,78</b> (14,14)***	<b>5,85</b> (14,88)***
Présence d'un pacte d'actionnaires	<b>0,16</b> (2,36)**	<b>0,19</b> (2,63)***	<b>0,23</b> (2,28)**	<b>0,21</b> (2,28)**
Le pacte protège des OPA hostiles		<b>-0,32</b> (3,36)***		<b>-0,22</b> (1,69)*
Augmentation de la concentration du contrôle due au pacte	<b>-0,00</b> (3,27)***		<b>-0,00</b> (1,38)	
Log (1+durée d'engagement de conservation du P-DG)	<b>0,02</b> (1,10)	<b>0,02</b> (0,96)	<b>-0,07</b> (1,97)*	<b>-0,07</b> (2,27)**
Log (1+durée d'engagement de conservation du capital-risque)	<b>-0,02</b> (0,86)	<b>-0,02</b> (0,96)	<b>-0,02</b> (1,14)	<b>-0,02</b> (1,24)
Présence du capital-risque au conseil d'administration	<b>-0,02</b> (0,31)	<b>-0,01</b> (0,11)	<b>-0,00</b> (0,03)	<b>-0,04</b> (0,37)
Log (1+durée d'engagement de conservation du capital-risque) × Présence du capital	<b>0,02</b> (0,88)	<b>0,03</b> (0,93)	<b>0,05</b> (1,57)	<b>0,06</b> (1,94)*
Risque au conseil d'administration	<b>0,00</b> (0,79)	<b>0,00</b> (0,53)	<b>0,00</b> (1,32)	<b>0,00</b> (1,64)
Part des actions détenues par le P-DG en %	<b>0,00</b> (1,89)*	<b>0,00</b> (1,80)*	<b>0,00</b> (0,08)	<b>0,00</b> (0,07)
Indépendance du conseil d'administration	<b>-0,01</b> (0,09)	<b>-0,03</b> (0,35)	<b>0,36</b> (3,94)***	<b>0,36</b> (3,86)***
Surveillance mutuelle	<b>0,05</b> (0,34)	<b>-0,00</b> (0,03)	<b>0,28</b> (1,55)	<b>0,38</b> (2,12)**
Rang de la banque introductrice	<b>0,09</b> (3,25)***	<b>0,10</b> (3,59)***	<b>0,27</b> (6,50)***	<b>0,25</b> (6,01)***
Log (1+âge de la firme)	<b>0,04</b> (1,15)	<b>0,04</b> (1,24)	<b>-0,11</b> (2,03)**	<b>-0,10</b> (1,82)*
Marge brute	<b>0,01</b> (4,79)***	<b>0,01</b> (4,73)***	<b>-0,00</b> (1,46)	<b>-0,00</b> (1,71)*
Taux d'immobilisations corporelles	<b>-0,01</b> (2,21)**	<b>-0,01</b> (2,53)**	<b>0,00</b> (1,29)	<b>0,00</b> (1,38)
Appartenance à un secteur lié à la haute technologie	<b>0,19</b> (2,45)**	<b>0,18</b> (2,24)**	<b>0,07</b> (0,80)	<b>0,06</b> (0,77)
Appartenance à un secteur industriel	<b>-0,13</b> (2,54)**	<b>-0,13</b> (2,50)**	<b>0,01</b> (0,04)	<b>0,02</b> (0,13)
Log (1+taille de la firme)	<b>-0,24</b> (9,08)***	<b>-0,25</b> (9,50)***	<b>-0,49</b> (14,36)***	<b>-0,50</b> (14,86)***
Variables dichotomiques pour les années 1996, 1997, 1998 et 1999	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>	<b>Oui</b>
Observations	158	158	134	134
R <sup>2</sup> ajusté	0,61	0,61	0,76	0,76
F de Fischer	15,69****	16,12***	44,78***	44,53***
VIF maximal	7,71	7,70	5,14	5,15
VIF minimal	1,23	1,23	1,25	1,24
VIF moyen	2,54	2,55	1,92	1,85

Les modèles (1) à (4) sont estimés grâce aux moindres carrés ordinaires sur un échantillon de firmes introduites entre 1996 et 2000. Les *t* de Student présentés entre parenthèses ont été calculés à partir des variances corrigées de l'hétéroscédasticité selon la procédure de White (1980). Les variables utilisées sont décrites dans le tableau 3.1. Pour chaque régression, nous indiquons le facteur d'inflation de la variance (VIF) maximal, minimal et moyen.

- \* significatif au seuil de 10%
- \*\* significatif au seuil de 5%
- \*\*\* significatif au seuil de 1%

## CHAPITRE 4. REACTION DU COURS DE BOURSE LORS DE L'EXPIRATION DES ENGAGEMENTS DE CONSERVATION

### INTRODUCTION

Dans ce chapitre, nous nous proposons d'étudier la réaction du marché financier lors de l'expiration des engagements de conservation d'actions pris par certains actionnaires lors de l'introduction en bourse. En effet, à l'occasion de l'entrée d'une entreprise sur le marché financier, certains actionnaires prennent délibérément, ou se voient imposer, un engagement de conservation d'actions (désigné par le terme *lockup* dans les études anglo-saxonnes). L'engagement de conservation interdit à un actionnaire de vendre une certaine part des actions détenues après l'introduction, et ce pendant une période dont la longueur peut varier de trois mois à quatre ans. Les pourcentages d'actions bloquées oscillent entre 50% et 100%.

En France, les engagements de conservation sont obligatoires sur le nouveau marché depuis sa création. Depuis fin 1998, les entreprises peuvent choisir entre un engagement de conservation de 80% des actions pendant 360 jours ou 100% des actions pendant 180 jours. Ces conventions de blocage d'actions sont justifiées sur le nouveau marché par le fait que les entreprises sont jeunes et que leurs perspectives de croissance dépendent fortement de l'équipe dirigeante en place. Sur le second marché, les engagements de conservation, bien que facultatifs, existent tout de même. Ils apparaissent dans la note d'information sous la rubrique « Renseignements généraux concernant l'entreprise et son capital », soit en tant qu'engagement pris envers la société introductrice, soit dans le cadre d'un pacte d'actionnaires prévoyant une stabilité de l'actionariat. Dans le premier cas, la durée des engagements de conservation ne dépasse généralement pas un an alors que dans le cadre d'un pacte d'actionnaires, ils sont pris pour des durées allant souvent au-delà des deux ans. Les engagements de conservation dans le cadre d'un pacte d'actionnaires existent aussi sur le nouveau marché, venant ainsi compléter les engagements légaux.

Du strict point de vue de l'efficacité du marché, il ne devrait y avoir aucune réaction significative du cours boursier autour de l'expiration des engagements de conservation, puisque la date et le nombre d'actions susceptibles d'être vendues sur le marché sont connus à l'avance et devraient donc être anticipés lors de l'élaboration du prix d'introduction. Néanmoins, les études anglo-saxonnes et allemandes montrent que les cours baissent de manière significative autour de la date d'expiration.

Sur le marché français, nous confirmons ce résultat. Le jour suivant l'expiration des engagements de conservation, nous observons une rentabilité anormale moyenne de -0,77%

significative au seuil de 1%. D'autre part, nous constatons également des réactions négatives et significatives avant l'expiration de l'engagement de conservation. La réaction négative au lendemain de l'expiration des engagements de conservation est accompagnée d'une augmentation significative du volume des titres échangés. Le volume de transactions anormal enregistré le jour de l'évènement permet d'expliquer une partie de la réaction des cours, mais les variables les plus importantes sont des proxys de l'asymétrie d'information et des coûts d'agence. Cependant, l'effet du volume est négatif ou positif selon le type d'actionnaire concerné par l'engagement de conservation qui expire. Dans l'ensemble, nos résultats penchent en faveur d'une explication fondée sur l'information transmise au marché par les transactions effectuées à l'expiration des périodes de blocage ainsi que par la qualité de la firme en termes d'asymétrie d'information et de coûts d'agence réduits. Il est aussi possible que nos résultats soient dus en partie à l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000.

Le reste de l'article est organisé de la manière suivante : dans la section 1, nous proposerons une revue de la littérature portant sur la réaction du marché financier autour de la date d'expiration des engagements de conservation et nous présenterons nos hypothèses. La section 2 décrira la méthodologie et les données utilisées. Dans la section 3, nous examinerons les résultats de l'étude empirique.

## **4.1. REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES**

### **4.1.1. Synthèse des études précédentes sur l'expiration des engagements de conservation**

Toutes les études antérieures montrent l'existence d'une réaction négative des cours plus ou moins importante et permettent de dégager des éléments d'explication tenant, d'une part, à des phénomènes de microstructure tels que la pression sur les prix ou le phénomène dit des « fonctions de demande décroissantes » (Scholes [1972], Shleifer [1986]), et d'autre part, à des effets liés à l'information transmise par les ventes d'actionnaires informés (signal de perte de confiance, baisse de l'alignement des intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires).

Field et Hanka (2001) trouvent, sur un échantillon de 1 948 introductions en bourse, une rentabilité anormale cumulée entre le jour précédent et le jour suivant l'expiration de -1,5%, et une augmentation permanente de 40% des volumes de transactions autour de l'évènement. Les rentabilités négatives sont concentrées dans le sous-groupe des entreprises technologiques, bénéficiant de la présence d'entreprises de capital-risque et qui ont connu une évolution positive de leur cours de bourse avant l'expiration des engagements de conservation. Ainsi, la réaction négative pourrait s'expliquer par le comportement des entreprises de capital-risque qui distribuent

à leurs partenaires financiers les actions des sociétés dans lesquelles elles détiennent des participations. Gompers et Lerner (1998) trouvent que ces répartitions sont réalisées dans 50% des cas au cours de la première année suivant l'introduction en bourse. Ils constatent aussi des baisses de cours significatives d'environ 2% autour des dates de distribution. Field et Hanka démontrent que la réaction négative des cours ne peut s'expliquer par des phénomènes liés à la microstructure.

Ofek et Richardson (2000) observent une baisse de 3% ainsi qu'une augmentation de 40% du volume de transactions sur un échantillon de 1 053 entreprises introduites en bourse entre 1996 et 1998. Leur étude se concentre sur l'analyse des éventuels déterminants microéconomiques de cette réaction boursière. Leurs résultats confirment l'hypothèse que les investisseurs ont des courbes de demande décroissantes, contrairement à ceux de Field et Hanka (2001).

Brau, Carter, Christophe et Key (2004) étudient un échantillon de 3 049 entreprises introduites en bourse sur la période 1988-1998. Ils trouvent des rentabilités anormales cumulées de -1,90% autour de la date de l'évènement (ils n'examinent pas l'évolution des volumes). Certains résultats de cette étude montrent que la réaction du marché peut s'interpréter à la lumière de la théorie de l'agence. Dans leurs régressions, une variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque l'introduction a été faite par émission simultanée d'actions et de warrants ("*unit issue*" en anglais) présente un coefficient positif et significatif au seuil de 1%. Selon Schultz (1993), l'émission simultanée d'actions et de warrants réduit les coûts d'agence, car les investisseurs peuvent observer la manière dont les dirigeants emploient les fonds collectés lors de l'introduction avant de décider ou non d'investir davantage dans l'entreprise en exerçant le warrant.

Mohan et Chen (2001) examinent l'évolution des rentabilités anormales cumulées sur une période allant de -250 jours à +250 jours autour de la date d'expiration des engagements de conservation sur un échantillon de 729 introductions en bourse entre 1990 et 1992. Ils comparent deux portefeuilles composés en fonction d'un indice d'activité défini comme suit :

$$TAI_j = (V_{sj} - V_{pj}) / V_{pj}$$

avec  $TAI_j$  l'indice d'activité pour la firme  $j$ ,  $V_{sj}$  le volume moyen de titres échangés sur une période de 30 jours après l'évènement et  $V_{pj}$  le volume moyen de titres échangés sur toute la période d'étude. Le premier portefeuille est composé d'entreprises dont l'indice d'activité est supérieur ou égal au 80<sup>e</sup> centile (le portefeuille à fort volume d'activité). Le second portefeuille est composé d'entreprises dont l'indice d'activité est inférieur ou égal au 20<sup>e</sup> centile (le portefeuille à faible volume d'activité). Le portefeuille à fort volume d'activité enregistre une baisse très



marquée de sa rentabilité anormale cumulée à partir du 30<sup>e</sup> jour après l'expiration des engagements de conservation, alors que le portefeuille à faible volume d'activité voit sa rentabilité anormale moyenne croître à partir du même moment. Selon Mohan et Chen, les investisseurs percevraient un fort volume d'activité juste après l'expiration d'un engagement de conservation, comme le signal d'une perte de confiance des actionnaires internes à l'entreprise. Un fort volume d'activité signalerait donc la mauvaise qualité de l'entreprise. Précisons tout de même que le portefeuille à faible volume d'activité enregistre une baisse continue du jour -250 jusqu'au jour +30, jour à partir duquel sa rentabilité moyenne cumulée retrouve une croissance soutenue. Le jour +30 est aussi celui où les rentabilités cumulées du portefeuille à fort volume d'activité commencent à décliner. Field et Hanka (2001) ainsi que Brav et Gompers (2003) reportent des cessions d'actions anticipées par certains actionnaires théoriquement liés par un engagement de conservation. Étant donné que la méthode de calcul de l'indice d'activité se fonde sur le volume moyen des 30 premiers jours postérieurs à l'expiration de l'engagement, les entreprises dont les actionnaires ont eu la possibilité de réaliser des cessions anticipées vont présenter une valeur faible de l'indice d'activité. De ce fait, elles ont une probabilité non négligeable de se retrouver dans le portefeuille à faible volume d'activité, ce qui expliquerait la baisse continue de celui-ci préalablement à l'expiration des engagements de conservation. Ainsi, les résultats de Mohan et Chen pourraient être simplement dus à l'absence de prise en compte de cessions anticipées, dont les conséquences sur les volumes échangés n'apparaîtraient pas dans leur indice d'activité.

Nowak, Giancarlon et Peter (2004) étudient 172 expirations d'engagements de conservation sur un échantillon de 142 introductions en bourse intervenues entre 1997 et 1999 sur l'équivalent allemand du nouveau marché. Ils trouvent une rentabilité anormale moyenne de -0,82%, enregistrée la veille de l'expiration des engagements de conservation. Les volumes augmentent aussi de manière importante, mais l'étude ne reporte aucun test à ce sujet. Globalement, les résultats de cette étude permettent de rejeter les hypothèses liées à la microstructure, et ce pour deux raisons. La première est que les rentabilités anormales cumulées sont toujours négatives 30 jours après l'évènement, ce qui infirme l'hypothèse de pression sur les prix, car dans ce cas, les effets négatifs sont censés être temporaires. La deuxième raison tient au fait que malgré l'augmentation concomitante du volume moyen de transactions à l'expiration des engagements de conservation, le volume moyen sur la période d'évènement n'est pas significatif dans la régression effectuée par les auteurs et ne suffit pas à expliquer les rentabilités anormales cumulées autour de l'évènement. De plus, les tests de différence non paramétriques montrent que les rentabilités anormales ne sont pas significatives pour le sous-échantillon présentant un volume anormal au-dessus de la médiane. Ces résultats infirment donc l'hypothèse dite des « courbes de

demande décroissantes ». En effet, une réaction négative des cours sur le long terme qui serait due au fait que les courbes de demande des investisseurs soient décroissantes est engendrée, en théorie, par une augmentation permanente du nombre d'actions sur le marché. Ainsi, l'augmentation des volumes autour de l'évènement doit être significativement et négativement corrélée à une rentabilité anormale négative sur la même période. Finalement, les résultats de Nowak et *al.* (2004) montrent que les facteurs influençant négativement la réaction du cours à l'expiration des engagements de conservation sont le risque spécifique (mesuré par l'écart type des rentabilités anormales sur la période d'estimation) ; la rentabilité depuis l'introduction (mesurée par la différence entre le cours coté au début de la période d'évènement) ; la taille (mesurée par la valeur de marché de l'entreprise lors de l'introduction en bourse) ; et la présence d'entreprises de capital-risque lors de l'introduction en bourse.

Finalement, Espenlaub, Goergen et Khurshed (2001) étudient les engagements de conservation sur le marché anglais et ne trouvent aucune réaction significative des cours. À notre avis, ce résultat s'explique principalement par une mauvaise spécification de la date d'évènement. En effet, sur le marché britannique, les prospectus d'information des introductions en bourse ne spécifient pas une durée ou une date précise. Dans la majorité des cas, l'engagement de conservation expire peu après la réalisation d'un évènement dont la date est incertaine. Par exemple, il peut être décidé que l'engagement de conservation expirera trois mois après la date du conseil d'administration approuvant les comptes de l'entreprise. La difficulté de définir une date d'évènement exacte apparaît donc clairement et les auteurs ont recours à des approximations qui biaisent inévitablement leurs résultats.

#### **4.1.2. Présentation des hypothèses**

Lors de l'expiration des engagements de conservation, les actionnaires concernés sont susceptibles de céder une part importante de leur participation. Ces actionnaires étant principalement des dirigeants familiaux ou des entreprises de capital-risque, un nombre important d'actions peut être vendu à la fin de la période d'inaliénabilité. De ce fait, l'analyse de cet évènement peut se faire sur la base d'une part, de la théorie bien connue de l'efficience, et d'autre part, des théories sur la forme des fonctions de demande des investisseurs.

La forme semi-forte de l'efficience suppose que toute information publique est intégrée dans le prix d'un actif financier. Les caractéristiques des engagements de conservation (type d'actionnaire concerné, durée de l'engagement et pourcentage d'actions bloquées) sont des éléments accessibles à tout investisseur par le biais de la note d'information élaborée à l'occasion de l'introduction en bourse. Selon Ofek et Richardson (2000) et Field et Hanka (2001), les

investisseurs savent qu'il peut y avoir des mouvements de prix importants à l'expiration des engagements de conservation<sup>25</sup>. Le prix d'introduction ou le cours de bourse des jours suivants devrait incorporer les effets potentiels liés à l'expiration des engagements de conservation. Ainsi, le jour de l'expiration des engagements de conservation, la réaction moyenne du marché ne devrait pas être significativement différente de zéro. En conséquence, une stricte application de la théorie de l'efficience amène l'hypothèse suivante :

*H1. Le marché est efficient et donc il n'y a pas de réaction significative à la hausse ou à la baisse du cours de bourse lors de l'expiration des engagements de conservation.*

Le test de cette hypothèse se fera très simplement par une étude d'évènement visant à mesurer la réaction du marché autour de l'échéance des engagements d'inaliénabilité.

Toutes les recherches précédemment citées ont trouvé une réaction négative et significative du cours de bourse à l'expiration des engagements de conservation. Il semble donc opportun de développer certaines hypothèses préalables qui pourraient expliquer une éventuelle réaction négative du marché. Ces hypothèses peuvent être classées en deux groupes : l'un ne contredit pas la forme semi-forte de l'efficience ; l'autre n'est pas compatible avec une hypothèse d'efficience des marchés.

Les explications cohérentes avec la théorie de l'efficience sont liées à la théorie du signal et de l'agence. Selon Myers et Majluf (1984), Leland et Pyle (1977), les cessions d'actions par les actionnaires informés de l'entreprise transmettent une information négative sur la valeur de la firme, entraînant un réajustement à la baisse du cours de bourse. Selon Jensen et Meckling (1976), la valeur de l'entreprise est une fonction positive du niveau de participation des dirigeants propriétaires de la firme. Ainsi, toute réduction de leur participation implique une augmentation des coûts d'agence proportionnelle qui sera automatiquement répercutée sur la valeur de l'entreprise. Selon Shleifer et Vishny (1986), la présence d'actionnaires importants peut être favorable aux actionnaires minoritaires grâce au contrôle qu'ils sont susceptibles d'exercer sur le management de l'entreprise. L'intensité du contrôle exercé est une fonction croissante de leur niveau de participation dans l'entreprise. Ainsi, toute réduction de leur participation implique aussi une augmentation des coûts d'agence. Cependant, dans ce dernier cas, le marché devrait s'attendre à des ventes importantes lors de l'expiration des engagements de conservation.

---

<sup>25</sup> Ces mouvements de prix importants sont liés à la réduction potentielle de l'alignement entre l'actionnaire contrôlant et les minoritaires ou encore à la réduction de l'intensité du contrôle exercé par un actionnaire important tel qu'une entreprise de capital-risque. Le signal négatif transmis à l'occasion des ventes faites par des actionnaires informés peut aussi être à l'origine des variations susceptibles de se produire.

Effectivement, il est bien connu que les entreprises de capital-risque sortent du capital très rapidement après l'introduction en bourse (Gompers et Lerner [1998]). Néanmoins, comme le reconnaissent Field et Hanka (2001), des niveaux de ventes plus élevés que prévu peuvent être interprétés comme un signal négatif par rapport à la valeur de l'entreprise. Ils montrent que les rentabilités anormales sont plus importantes en moyenne lorsque les cessions d'actionnaires internes ont fait l'objet d'un avis par la *Security Exchange Commission*, car le marché est alors capable d'identifier précisément d'une part, la nature de l'actionnaire ayant cédé des actions, et d'autre part, l'importance de cette cession. Finalement, selon la théorie de l'agence, des cessions plus importantes que prévu peuvent être interprétées comme une augmentation des coûts d'agence plus forte que prévu, entraînant un ajustement négatif du cours de l'action. Dans tous les cas, si le marché est surpris par l'importance des cessions effectuées, il révisera vraisemblablement le cours de l'action. Toutefois, nous ne pouvons affirmer que la réaction sera toujours négative. En effet, dans le cas d'un dirigeant enraciné dont le prélèvement de bénéfices privés est important, un désengagement massif annonçant un changement de direction peut être accompagné d'une réaction positive. En conséquence, si les rentabilités anormales sont dues à l'information véhiculée par les cessions, l'ajustement de prix qui en découle ne doit pas être temporaire. Il devrait vraisemblablement prévaloir jusqu'à ce qu'une nouvelle information soit disponible sur l'entreprise.

Une autre explication dont la théorie de l'efficience peut s'accommoder est celle de la pression sur les prix. Scholes (1972) est un des premiers chercheurs à examiner cette hypothèse. En économie, tout bien obéit plus ou moins parfaitement à la loi de l'offre et de la demande. Ainsi, lorsque la quantité demandée d'un bien augmente, alors le prix augmente. Symétriquement, lorsque la quantité offerte d'un bien augmente, alors le prix baisse. Concernant le marché des actions, deux points de vue s'affrontent. Les actions peuvent être vues comme des biens parfaitement substituables au regard de la diversité des actifs financiers existant et pouvant offrir un couple rentabilité/risque similaire. Il est aussi possible de considérer les actions comme uniques et peu substituables par rapport aux autres actions disponibles sur le marché. Dans le premier cas, le prix des actions sur le marché financier ne devrait pas obéir à la loi de l'offre et de la demande ; autrement dit, la valeur d'un titre ne dépendrait pas du nombre d'actions mises en circulation (abstraction faite du contenu informatif du volume des transactions). La fonction de demande des investisseurs devrait être horizontale selon cette hypothèse. Dans le second cas, les actions obéissent à la loi de l'offre et de la demande ; en d'autres termes, le prix est lié en partie au nombre d'actions que le marché doit détenir. La fonction de demande est alors décroissante avec

les quantités<sup>26</sup>. Dans ce cas, toute augmentation importante du nombre de titres devant être détenus par le marché financier entraînera une baisse du prix du titre. À ce stade de l'analyse, les opinions divergent aussi sur le caractère temporaire ou définitif de ce phénomène. Une fonction de demande décroissante dans le court terme est désignée par l'expression « *pression sur les prix* ». Lorsque de nouvelles actions alimentent le marché, une baisse du cours peut être nécessaire pour inciter les investisseurs à détenir plus d'actions qu'ils ne le souhaitent. La baisse de prix induite est temporaire et le cours est donc censé retrouver le niveau qui prévalait avant que les cessions n'interviennent. La conséquence directe est que les acheteurs profiteront d'une prime constituée par la rentabilité positive dans les minutes, heures ou jours consécutifs à la transaction. Dans ce cas, des rentabilités anormales négatives et un volume de transactions important devraient être observés ce même jour. Cette baisse devrait se résorber dans le court terme. Si par contre les fonctions de demande des investisseurs sont décroissantes à long terme, alors nous observerons le même phénomène, mais l'ajustement sera permanent. Ce résultat tendrait donc à contredire la théorie de l'efficacité de marché. L'hypothèse concernant la pression sur les prix est la suivante :

*H2. S'il existe un phénomène de pression sur les prix, on observe une réaction temporaire négative du cours de bourse et son ampleur est croissante avec les volumes de transactions.*

Si par contre, une information est transmise par des volumes de transactions plus importants que prévu (information vraisemblablement plutôt négative), ou bien que les fonctions de demande des investisseurs sont décroissantes à long terme, les hypothèses suivantes seraient alors corroborées :

*H3. Si les fonctions de demande de titre des investisseurs sont décroissantes dans le long terme, alors le cours de bourse s'ajuste à la baisse dans le long terme et l'ampleur de cette réaction est croissante avec les volumes.*

*H4. Si les volumes de transactions transmettent un signal négatif sur la valeur de la firme, alors le cours de bourse s'ajuste à la baisse dans le long terme et l'ampleur de cette réaction est croissante avec les volumes.*

Dans cette éventualité, il devient alors difficile de distinguer si c'est l'effet de l'information transmise qui prévaut ou la décroissance à long terme des fonctions de demande d'actions. Signalons que ces hypothèses ne sont pas mutuellement exclusives. Pour distinguer ces deux hypothèses, il pourrait être alors intéressant de comparer les effets sur les rentabilités anormales

---

<sup>26</sup> Le terme anglais utilisé dans les recherches d'outre-mer pour nommer les fonctions de demandes décroissantes avec les quantités est "*downward sloping demand curves*". Les premières études sur ce point ont été faites, entre autres, par Scholes (1972) et Shleifer (1986).

selon le type d'actionnaire qui est susceptible de vendre des actions à l'expiration des engagements de conservation. Cette méthode est inspirée des travaux de Scholes (1972), qui analyse la réaction du marché lors des ventes d'actions secondaires. Après avoir montré l'existence de rentabilités anormales significatives le jour où les cessions sont réalisées, Scholes essaye de déterminer si ses résultats ne peuvent s'expliquer par l'information transmise par la transaction, même si, théoriquement, cette information aurait dû être intégrée au cours de bourse le jour de l'annonce de la cession. Pour ce faire, il va comparer la valeur des rentabilités anormales cumulées sur différentes sous-périodes pour différentes classes d'actionnaires : les compagnies d'investissement et fonds communs de placement ; les banques et compagnies d'assurance ; les individus, cadres et entreprises ; les sociétés immobilières et trusts. Selon Scholes, les transactions initiées par ces différents actionnaires répondent à des motivations différentes qui n'ont pas forcément de contenu informatif sur la valeur de la firme (les transactions effectuées peuvent répondre simplement à des besoins de diversification ou de réajustement de leur portefeuille). Notre base de données nous a permis d'isoler des expirations d'engagements de conservation concernant seulement un type d'actionnaires parmi les fondateurs, investisseurs institutionnels et entreprises de capital-risque. Autrement dit, nous disposons d'engagements de conservation concernant uniquement soit des fondateurs, soit des investisseurs institutionnels ou soit des entreprises de capital-risque. Ces trois catégories d'actionnaires sont susceptibles de vendre des actions pour des motifs différents, notamment les entreprises de capital-risque qui ont l'habitude de liquider leur position peu de temps après l'introduction en bourse (Gompers et Lerner, 1998). Ainsi, si l'interaction du type d'actionnaire avec les volumes de transactions a des effets différents sur les rentabilités anormales moyennes selon que l'expiration concerne des fondateurs, des investisseurs institutionnels ou des entreprises de capital-risque, nous serons alors en mesure d'accepter l'hypothèse liée à l'information transmise, sans pour autant pouvoir rejeter l'hypothèse de décroissance à long terme des fonctions de demande des investisseurs. En effet, les deux phénomènes peuvent agir simultanément, mais tout simplement, l'effet lié à l'information transmise sera plus important que le phénomène de fonctions de demande décroissante. Par contre, si l'influence de l'interaction entre le volume de transactions et le type d'actionnaire est négative pour les trois catégories d'actionnaires (fondateurs, investisseurs institutionnels, capital-risque), alors nous pourrions conclure que vraisemblablement, les fonctions de demande des investisseurs sont décroissantes à long terme.

*H5. S'il n'y a pas de signal sur la valeur de la firme transmis à l'occasion de l'expiration des engagements de conservation, alors la réaction du cours de bourse ne diffère pas selon le type d'actionnaire concerné.*

Finalement, toujours pour essayer de distinguer les deux explications, il est possible d'examiner la relation entre les rentabilités anormales moyennes et des mesures de la qualité de la firme (banque d'investissement prestigieuse, transparence et faibles coûts d'agence). En effet, Brau et *al.* (2004) expliquent que le jour de l'expiration des engagements de conservation peut être comparé au jour de l'introduction en bourse. Selon ces auteurs, au moment de l'expiration des engagements de conservation, il existe toujours de l'asymétrie d'information et les transactions vont alors révéler de l'information au marché. Les auteurs s'attendent à ce que les facteurs qui influençaient la sous-évaluation initiale le jour de l'introduction influencent aussi la réaction du marché le jour de l'expiration. Ils affirment aussi que les entreprises présentant le moins de coûts d'agence devraient vraisemblablement enregistrer des rentabilités anormales moins négatives, voire même positives. L'information transmise sera donc interprétée différemment en fonction des garanties offertes par l'entreprise à ce moment. La cession importante d'actions par les actionnaires d'origine est généralement un signal négatif sur la valeur de la firme, mais cette interprétation peut être tempérée si par ailleurs cette dernière est en mesure de démontrer que les transactions n'impliquent pas de réajustement du cours de bourse. Ainsi, la qualité de la firme en termes de certification par une banque prestigieuse et de faibles coûts d'agence devrait avoir une influence positive sur les rentabilités anormales des entreprises. S'il en est ainsi, nous pourrions alors affirmer qu'effectivement, de l'information est révélée à l'occasion de l'expiration des engagements de conservation. En effet, la pression sur les prix et les fonctions de demande décroissantes à long terme des investisseurs sont des phénomènes purement mécaniques et si l'ajustement du cours de bourse en est la conséquence, alors les rentabilités anormales moyennes ne devraient être influencées en aucune manière par la qualité de l'entreprise. L'hypothèse correspondante est donc :

*H6. Si un signal sur la valeur de la firme est transmis lors de l'expiration des engagements de conservation, alors la réaction du cours de bourse devrait dépendre de la qualité de la firme.*

## **4.2. MÉTHODOLOGIE ET PRÉSENTATION DES DONNÉES**

### **4.2.1. Présentation des données**

Les données concernant les engagements de conservation ont été collectées dans les notes d'information publiées par les entreprises à l'occasion de l'introduction en bourse. Notre échantillon initial se composait de 198 introductions en bourse sur le second et le nouveau marché de la bourse de Paris. Pour ces 198 introductions en bourse, nous avons un échantillon

de 251 engagements de conservation. En effet, certaines entreprises peuvent présenter jusqu'à trois engagements de conservation dont les périodes de blocage diffèrent. Pour réduire la probabilité de cessions anticipées, nous avons décidé d'éliminer de cet échantillon les engagements de conservation « non fermes ». Tout engagement est réputé non ferme s'il est précisé dans la note d'information que les ventes d'actions ne se feront pas sans l'autorisation de la banque introductrice ou sans en avoir préalablement informé la société ou la banque introductrice. En effet, ces deux cas nous ont semblés plus propices à l'occurrence de cessions anticipées. Il est important de réduire au maximum les cessions effectuées avant le terme de l'engagement de conservation, car alors la date d'évènement est fautive, ce qui pourrait biaiser nos résultats en faveur de l'hypothèse nulle de rentabilités anormales non différentes de zéro. Évidemment, ce procédé d'élimination ne nous garantit pas avec certitude que notre échantillon soit exempt de toute cession anticipée. Inversement, nous avons pu éliminer des engagements qui ont été tenus jusqu'à leur terme. Lorsque les engagements de conservation sont définis par tranches<sup>27</sup>, nous ne retenons pour l'analyse que la première période. Nous avons fait ce choix pour éviter de possibles biais dus à une propagation des éventuels effets (positifs ou négatifs) de l'expiration d'une période sur la fenêtre d'estimation de la période suivante. À l'issue de cette première sélection, nous avons enlevé 18 engagements de conservation et 11 entreprises. Finalement, nous avons éliminé cinq entreprises qui présentaient des données manquantes dans la période d'évènement, ce qui a entraîné la suppression de sept évènements. L'échantillon final se compose donc de 226 engagements de conservation correspondant à 182 entreprises.

Pour déterminer la date d'évènement, nous avons utilisé les informations trouvées dans le prospectus d'introduction. En général, les engagements de conservation deviennent effectifs à partir du jour de l'introduction. Pour ce type d'engagement, nous avons pris le même jour de la date d'introduction décalée du nombre de mois pendant lequel l'engagement est effectif. Par exemple, un engagement de conservation d'un an débutant le 12 février 1998 aura comme date d'expiration le 12 février 1999. Si la durée est de six mois, toujours en prenant le 12 février 1998 comme date d'introduction en bourse, l'expiration sera fixée au 12 août 1998. Si la date d'expiration ainsi calculée tombe un samedi, un dimanche ou un jour férié, nous ajoutons le nombre de jours nécessaires pour arriver au premier jour où la bourse est ouverte : si le 12 août 1998 est un samedi, alors nous prenons comme date d'expiration le 14 août 1998. Finalement,

---

<sup>27</sup> Un engagement de conservation est défini par tranche lorsqu'un actionnaire s'engage à ne pas vendre ses actions sur plus d'une période avec soit des pourcentages dégressifs à chaque période, soit un passage d'un engagement ferme à un engagement non ferme d'une période à l'autre. Certains engagements peuvent contenir jusqu'à quatre périodes, mais cela est rare sur notre échantillon. En général, il y a seulement deux périodes lorsque l'engagement est défini par tranche.



pour certaines entreprises, la note d'information fournissait une date d'expiration que nous avons retenue comme date d'évènement.

Les données boursières utilisées sont issues de la base de données BDM éditée par Euronext. Pour chaque entreprise, les cours de bourses quotidiens sur la période correspondent pour chaque jour à la dernière transaction disponible dans la base de données. Les données manquantes sur la période d'estimation ont été remplacées par la méthode de répartition uniforme décrite par Hachette (1994).

#### 4.2.2. Méthodologie de l'étude d'évènement

Nous utilisons le traditionnel modèle de marché pour estimer la norme. Après avoir effectué des simulations sur le marché français proches de celles qui ont été réalisées par Brown et Warner (1985) sur le marché américain, Hachette (1994) conclut à l'efficacité du modèle de marché, malgré les objections qui peuvent lui être faites (non-stabilité des bêtas dans le temps, par exemple). En conséquence, nous calculerons les rentabilités anormales en régressant la rentabilité des titres de notre échantillon sur celle d'un indice sur une période d'estimation précédant l'expiration des engagements de conservation :

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})$$

où

$$\hat{\alpha}_i = \bar{R}_i - \hat{\beta}_i \bar{R}_{mt}$$

$$\hat{\beta}_i = \frac{\text{cov}(R_{it}, R_{mt})}{\sigma(R_{mt})}$$

avec  $RA_{it}$  la rentabilité anormale du titre  $i$  à la date  $t$  ;  $R_{it}$  la rentabilité du titre  $i$  à la date  $t$  et  $R_{mt}$  la rentabilité du SBF 250 à la date  $t$ . L'évènement choisi pour cette étude est le jour de l'expiration des engagements de conservation ; ce sera le jour 0 de notre période d'évènement, qui commence 10 jours avant et se termine 10 jours après. Nous notons cette période d'évènement :  $(t_{-10} ; t_{+10})$ . Le modèle est estimé sur une période de 90 jours débutant le 109<sup>e</sup> jour avant l'évènement et se terminant le 20<sup>e</sup> jour avant ; nous la notons :  $(t_{-109} ; t_{-20})$ .

Pour chaque jour de la période d'évènement, nous calculons la rentabilité anormale moyenne en agrégeant les rentabilités anormales de l'ensemble des titres de l'échantillon :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

avec  $RAM_t$  la rentabilité anormale moyenne à la date  $t$  ;  $RA_{it}$  la rentabilité anormale du titre  $i$  à la date  $t$  et  $N$ , le nombre de titres composant l'échantillon.

Pour détecter les rentabilités anormales significatives, nous calculons le classique  $t$  de Student pour chaque jour de la période d'évènement :

$$t_t = \frac{RAM_t}{\hat{S}_t}$$

où

$$\hat{S}_t = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (RAM_t - \overline{RAM})^2}{T-1}}$$

avec  $RAM_t$ , la rentabilité anormale moyenne à la date  $t$ ;  $\overline{RAM}$ , la moyenne des rentabilités anormales moyennes sur la période d'estimation et  $T$ , le nombre de jours de la période d'estimation.

Le deuxième test est basé sur une standardisation des rentabilités anormales pour tenir compte de l'hétéroscédasticité des variances entre les titres. Cette méthode d'estimation de la variance est utilisée par Collins et Dent (1984), Jain (1986), Mikkelsen et Partch (1986) et Hachette (1994). La rentabilité anormale standardisée du titre  $i$  à la date  $t$  notée  $RAS_{it}$  est calculée de la manière suivante :

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{\hat{S}_{it}}$$

où

$$\hat{S}_{it} = \sqrt{V_i \left[ 1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - \overline{R}_m)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{mt} - \overline{R}_m)^2} \right]}$$

avec  $V_i$ , la variance empirique des rentabilités anormales sur la période d'estimation du titre  $i$ ;  $T$ , le nombre de jours composant la période d'estimation;  $R_{mt}$ , la rentabilité de l'indice de marché à la date  $t$ ;  $\overline{R}_m$ , la moyenne de la rentabilité de l'indice de marché sur la période d'estimation. La statistique est  $ZRAMS = \sqrt{N} \times RAMS_t \sim N(0,1)$  avec  $N$  la taille de l'échantillon et

$$RAMS_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAS_{it} .$$

Nous analysons aussi les rentabilités anormales moyennes cumulées, définies comme suit :

$$RAMC(t_x, t_y) = \sum_{t=x}^y RAM_t$$

avec  $RAMC(t_x, t_y)$  la rentabilité anormale moyenne cumulée du titre  $i$  de la date  $t_x$  à la date  $t_y$ , soit une période de  $(x + y + 1)$  jours.  $RAM_{it}$  désigne la rentabilité anormale moyenne du titre  $i$  à la date  $t$ . Le test utilisé est le suivant :

$$\frac{RAMC(t_x, t_y)}{\sigma(RAMC(t_x, t_y))}$$

où

$$\sigma(RAMC(t_x, t_y)) = \sum_{t=x}^y \left( \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2 \right)$$

avec  $\sigma(RAMC(t_x, t_y))$ , l'écart type des rentabilités anormales moyennes cumulées sur une période de  $(x + y + 1)$  jours ;  $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ , la variance des rentabilités anormales du titre  $i$  sur la période d'estimation et  $N$ , le nombre de titres de l'échantillon.

### 4.2.3. Variables explicatives

Nous décrivons, dans cette partie, les différentes variables utilisées dans les analyses multivariées. L'ensemble de ces informations sont synthétisées dans le tableau 2.1.

#### 4.2.3.1. Volumes de transactions

Pour tester les hypothèses H2, H3 et H4, nous avons calculé le volume anormal moyen sur la période d'événement de la même manière que pour les rentabilités anormales moyennes, mais en utilisant le modèle de la moyenne. Pour le jour de l'expiration des engagements de conservation  $t_i$ , la variable VOLTRANS correspond au volume anormal moyen du même jour. Pour les périodes  $(t_{-5}; t_{+5})$  et  $(t_{-2}; t_{+2})$ , la variable VOLTRANS correspond pour chacune d'elles à la moyenne des volumes anormaux sur la période correspondante.

#### 4.2.3.2. Type d'actionnaire

Pour départager l'explication liée à l'information transmise de celle qui se rapporte à la décroissance à long terme des fonctions de demande des investisseurs (hypothèses H3 et H4), nous avons défini les variables dichotomiques FONDEXP, INSTEXP et CAPRISEXP prenant la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation concerne respectivement et exclusivement des fondateurs, des investisseurs institutionnels et des entreprises de capital-risque. Pour approfondir l'analyse et voir si les volumes de transactions ont des effets différents en fonction du type d'actionnaire concerné, nous avons créé trois variables d'interaction avec les volumes pour les

trois catégories d'actionnaires : VOLTRANS×FONDEXP, VOLTRANS×INSTEXP et VOLTRANS×CAPRISEXP.

#### 4.2.3.3. *Qualité de la firme*

Ces mesures nous servent à tester l'hypothèse H6 dans les tests multivariés. D'après les travaux de Carter, Dark et Singh (1998), les entreprises introduites par des banques d'investissement prestigieuses enregistrent une sous-évaluation initiale plus faible ; c'est également le cas pour leur sous-performance. Pour vérifier si la certification des entreprises joue un rôle dans l'évolution du cours de bourse lors de l'expiration des engagements de conservation, nous avons inclus dans l'analyse la variable RANGITM correspondant pour chaque établissement introducteur à son quartile d'appartenance par rapport à la valeur moyenne des capitaux levés par ses entreprises clientes sur la période 1996-2000 (des informations détaillées sur la collecte de cette variable sont données dans le chapitre 1 à la page 38).

Nous tenons compte de la présence des entreprises de capital-risque eu égard à leur rôle de certification (Megginson et Weiss [1991]). Pour évaluer l'effet de la présence d'entreprises de capital-risque, nous avons créé une variable CAPRISFIN prenant la valeur 1 si l'entreprise bénéficie de la présence de ce type d'actionnaire et 0 si elle n'en bénéficie pas.

La sous-évaluation initiale peut aussi être un moyen de signaler sa qualité (Allen et Faulhaber [1989], Grinblatt et Hwang [1989], Welch [1989], et Chemmanur [1993]). La variable SOUSEVA correspond à la sous-évaluation initiale calculée en prenant le pourcentage de variation entre le cours de clôture du 10<sup>e</sup> jour après l'introduction et le prix définitif d'introduction.

Les variables exposées ci-dessus ont été collectées au moment de l'introduction en bourse et il est possible qu'elles ne soient plus d'actualité lors de l'expiration des engagements de conservation si ces derniers sont trop longs (la qualité de l'émetteur aura pu évoluer). Néanmoins, lorsque les engagements sont d'une durée inférieure ou égale à une année, nous pouvons supposer que les variables collectées sur le prospectus d'introduction sont encore d'actualité ; c'est pour cela que nous avons créé une variable dichotomique LINFEG360, utilisée dans certains tests et qui prend la valeur 1 lorsque les engagements expirent au plus tard un an après l'introduction. Nous avons pu ainsi analyser l'effet de différentes variables pour des engagements de conservation dont la durée ne dépasse pas un an en créant les variables d'interaction suivantes : RANGITM×LINFEG360, SOUSEVA×LINFEG360.

#### 4.2.3.4. Coûts d'agence

Le niveau des coûts d'agence sera mesuré par l'efficacité du conseil d'administration (proportion d'administrateurs externes et taille), puisque selon Fama (1980) et Fama et Jensen (1983), cet organe de l'entreprise apparaît comme un instrument privilégié de discipline des dirigeants. La variable EXTCA mesure la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration de la firme au moment de l'introduction en bourse et la variable NBADMCA la taille du conseil d'administration.

Comme pour les variables relatives à la certification et à l'asymétrie d'information, la structure et la taille du conseil d'administration peuvent ne plus être d'actualité le jour de l'expiration des engagements de conservation, sauf dans le cas où leur durée est au plus d'une année. Nous avons donc aussi créé des variables d'interaction  $EXTCA \times LINFEG360$  et  $NBADMCA \times LINFEG360$ , que nous utiliserons dans certaines régressions.

Les options de croissance, lorsqu'elles sont importantes, sont susceptibles de faciliter le comportement opportuniste des dirigeants et donc d'augmenter les coûts d'agence (Hossain, Ahmed et Godfrey [2005]). Les opportunités de croissance de la firme au moment de l'expiration sont mesurées par le ratio *book-to-market* égal au rapport de la valeur comptable moyenne des capitaux propres figurant au bilan des exercices entourant le jour de l'expiration et la valeur de marché de la firme au début de la période d'événement (variable BTM).

Le risque de surinvestissement est aussi source de coûts d'agence (Jensen [1986]). Il est mesuré par la variable FCF correspondant au *free cash-flow* moyen calculé à partir des bilans des exercices comptables entourant le jour de l'expiration des engagements de conservation. À cela, nous ajoutons une variable d'interaction entre le *free cash-flow* et les opportunités de croissance nommée  $FCF \times BTMH$ . La variable BTMH est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane (autrement dit lorsque les opportunités de croissance sont faibles). Nous supposons, à l'instar de Calvi-Reveyron (1999), que le risque de surinvestissement est d'autant plus élevé que la firme dispose à la fois de fonds discrétionnaires importants (les *free cash-flows*) et d'opportunités de croissance faibles.

#### 4.2.3.5. Variables de contrôle

La majorité des engagements de conservation se trouvant au niveau des entreprises du nouveau marché, il est possible que les réactions diffèrent d'un marché à l'autre ; nous avons donc créé une variable dichotomique MARCHÉ prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise se trouve sur le nouveau marché et 0 dans le cas contraire.

Notre échantillon d'engagements de conservation contient aussi des clauses d'inaliénabilité conclues au sein de pactes d'actionnaires. Ces derniers, et par conséquent leurs clauses d'inaliénabilité, sont issus de la volonté des actionnaires d'organiser leurs relations et peuvent donc relever de motivation différente que les engagements de conservation imposés par les banques ou les institutions de marché. Pour cette raison, nous incluons dans l'analyse une variable NPACTE indiquant par la valeur 1 qu'il s'agit d'un engagement de conservation qui n'a pas été décidé dans le cadre d'un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire.

Le secteur d'activité est aussi susceptible d'influencer l'évolution des cours de bourse au moment de l'expiration des engagements de conservation. Nous avons donc intégré dans notre analyse des variables dichotomiques prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise appartient à un secteur donné et 0 dans le cas contraire (la classification sectorielle retenue est celle de Campbell [1996]). Une attention spéciale est portée aux entreprises de la haute technologie qui présentent un risque particulièrement élevé. La variable TECH prend la valeur 1 si l'entreprise appartient au secteur des nouvelles technologies et 0 si elle appartient à un autre secteur. Pour identifier les secteurs d'activité liés aux hautes technologies, nous avons utilisé, comme Roosenboom et Schramade (2006), les codes SIC suivants : 48, 283, 357, 365-367, 376, 382, 384, 737, 8731.

D'après les recherches de Shefrin et Statman (1985), Ferris, Haugen et Makhija (1988) et Odean (1998), les investisseurs sont plus enclins à céder leurs actions lorsque le cours de bourse a augmenté par rapport à une situation où il est en diminution. En conséquence, nous avons inclus une variable VARCOURS égale à la différence entre le cours de bourse au début de la période d'événement et le prix définitif d'introduction.

La taille de la firme est aussi utilisée comme variable de contrôle ; elle est définie comme la moyenne de l'actif net comptable des bilans des exercices entourant le jour de l'expiration des engagements de conservation (variable TAILLE).

Finalement, nous tiendrons compte de la durée des engagements de conservation en jours (variable LONGUEUR) et de l'année d'expiration.

### **4.3. PRÉSENTATION DES RÉSULTATS**

#### **4.3.1. Statistiques descriptives**

Le tableau 4.1 présente plusieurs statistiques descriptives. Dans le panel A, nous décrivons l'échantillon d'engagements de conservation. Le panel B présente les entreprises correspondant à nos 226 événements et finalement, le panel C donne la répartition de ces entreprises selon les différents secteurs d'activité retenus.

Notre échantillon d'événements se compose de 174 engagements sur le nouveau marché (77 % des événements) et 52 engagements sur le second marché (23 % des événements). Ce résultat traduit le fait, comme nous l'avons expliqué dans le chapitre 1, que les engagements de conservation étaient obligatoires sur le nouveau marché et facultatifs sur le second. Parmi ces engagements se trouvent des clauses d'inaliénabilité conclues au sein de pactes d'actionnaires, qui représentent environ 17 % de l'échantillon. Nos données nous permettent d'identifier des expirations concernant un seul type d'actionnaire. Les expirations d'engagements de conservation concernant des fondateurs, des investisseurs institutionnels ou des entreprises de capital-risque représentent respectivement 31,86 %, 3,98 % et 10,62 % de notre échantillon. Le reste des événements est constitué d'expirations concernant plusieurs types d'actionnaires simultanément. La lecture du panel A nous permet de voir que les engagements les plus fréquents sont ceux dont la longueur est comprise entre 180 et 360 jours (85 observations soit 37,61 % du total). Viennent ensuite les engagements dont la durée est inférieure ou égale à six mois (59 observations soit 26,11 % du total). Les expirations des engagements de conservation ont essentiellement eu lieu en 1999, 2000 et 2001 (19,03 %, 31,42 % et 33,63 % respectivement).

Dans le panel B, nous pouvons observer que les fondateurs sont ceux dont les actions représentent la plus grande part des actions bloquées par un engagement de conservation (25,41 % en moyenne contre 5,99 % pour les entreprises de capital-risque et 1,34 % pour les investisseurs institutionnels). Les statistiques descriptives concernant nos 182 entreprises sont proches de celles que nous avons présentées dans le chapitre 1 au sujet des entreprises du nouveau marché, ce qui est tout à fait normal étant donné qu'elles représentent 77 % de l'échantillon considéré dans cette étude. Il est intéressant de noter les évolutions du ratio *book-to-market* (rapport de la valeur comptable des capitaux propres et de la valeur de marché) et de la valeur nette comptable des actifs entre l'introduction en bourse et la période de l'expiration des engagements de conservation. On constate une très forte diminution du ratio *book-to-market* qui passe de 11,21 au moment de l'introduction en bourse à 0,67 juste avant l'expiration des engagements de conservation. Cela indique que les options de croissance anticipées au moment de l'expiration sont beaucoup plus importantes qu'au moment de l'introduction en bourse. La valeur de l'actif net comptable a presque doublé, passant d'environ 33 millions d'euros au moment de l'introduction en bourse à environ 62 millions d'euros juste avant l'expiration des engagements de conservation, ce qui traduit une croissance effective des entreprises.

La répartition sectorielle du panel C nous montre que les entreprises opérant dans le secteur des services sont majoritaires (49,5 % de l'échantillon), devant les entreprises des secteurs liés aux biens de consommation durable (16,48 % de l'échantillon).

### 4.3.2. Résultats de l'étude d'évènement

#### 4.3.2.1. Réaction du cours de bourse pour l'ensemble des évènements

Le tableau 4.2 présente les résultats de l'étude d'évènement conduite sur l'échantillon des 226 expirations des engagements de conservation. Nous constatons que des rentabilités anormales moyennes significatives apparaissent dès le 10<sup>e</sup> jour avant l'expiration et après. Le lendemain de l'expiration des engagements de conservation, nous observons une rentabilité anormale moyenne de -0,77 % statistiquement significative au seuil de 1 %. Plus de la moitié des rentabilités anormales sont négatives (56,67 % au lendemain de l'expiration). Les volumes anormaux de transactions sont quasiment tous significatifs à des seuils très bas (1 % pour la plupart). En particulier, le jour 1 présente un volume anormal moyen supérieur de 71 % au volume moyen de la période d'estimation. La rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période d'évènement ( $t_{-10}$ ,  $t_{+10}$ ) est de -4,11 % avec  $t$  de Student de -2,79 statistiquement significatif au seuil de 1%. La figure 4.1 présente l'évolution des trois grandeurs sur la période d'évènement. La figure 4.2 présente l'évolution des rentabilités anormales moyenne et cumulée sur la période ( $t_{-10}$ ,  $t_{+60}$ ). Nous constatons que la rentabilité anormale moyenne cumulée ne cesse de décroître jusqu'au 60<sup>e</sup> jour après la date 0 pour terminer à - 9,90% (résultat statistiquement significatif au seuil de 1%). Ces premiers résultats nous permettent de rejeter d'emblée l'hypothèse H1 et H2, puisque nous observons une réaction significative du cours de bourse et que cette réaction est loin d'être temporaire.

#### 4.3.2.2. Réaction du cours de bourse pour divers échantillons

Dans le but de vérifier la solidité de nos résultats, nous présentons la réaction du cours de bourse après expiration des engagements de conservation pour divers sous-échantillons.

Le tableau 4.3 présente les résultats de l'étude d'évènement conduite sur des échantillons formés à partir des critères suivants : présence d'entreprises de capital-risque lors de l'introduction en bourse ; appartenance au second ou au nouveau marché ; expiration dans le cadre d'un pacte d'actionnaires ou non ; entreprise dont le cours de bourse a augmenté depuis l'introduction en bourse ou non ; entreprises intervenant dans le secteur de la haute technologie ou non. Le tableau 4.4 donne les rentabilités anormales moyennes cumulées pour les périodes ( $t_{-10}$ ,  $t_{+10}$ ), ( $t_{-5}$ ,  $t_{+5}$ ), ( $t_{-2}$ ,  $t_{+2}$ ) et ( $t_{-10}$ ,  $t_{+60}$ ) pour les mêmes sous-échantillons. Les figures 4.3 à 4.8 présentent l'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ,  $t_{+60}$ ) pour chaque groupe d'entreprises défini par les critères du tableau 4.3 et du tableau 4.4.



L'examen du tableau 4.3 révèle que les rentabilités anormales moyennes négatives existent dans la plupart des sous-échantillons. Néanmoins, si on se concentre juste sur la réaction du cours au lendemain de l'expiration des engagements de conservation (jour 1), nous constatons que les rentabilités anormales moyennes négatives semblent être plus présentes dans les firmes financées par capital-risque (-1,13 % significatif au seuil de 1 %) et celles dont le cours de bourse a diminué et qui interviennent dans les secteurs liés à la haute technologie. Il est aussi intéressant de noter que dans certains cas, nous observons des volumes anormaux très significatifs qui ne semblent pas être accompagnés, du moins immédiatement, de rentabilités anormales moyennes significativement différentes de zéro. Par exemple, pour les firmes non financées par capital-risque, nous observons des volumes anormaux moyens positifs et significativement différents de zéro à partir du jour -9 jusqu'au jour +3 de la période d'événement, sans pour autant qu'il y ait de réaction significative du cours. Celle-ci n'intervient que le jour +5, alors même que nous n'observons aucun volume anormal moyen significativement différent de zéro. Nos résultats confirment là aussi les études citées précédemment. Le tableau 4.4 nous révèle à peu près les mêmes résultats. Nous remarquons néanmoins que les firmes dont le cours de bourse a augmenté présentent des rentabilités anormales moyennes cumulées très importantes et significativement différentes de celles dont le cours de bourse a diminué. En effet, le test de différence de moyenne de Student et le test des rangs de Wilcoxon sont significatifs au seuil de 5 % pour les périodes  $(t_{-10}, t_{+10})$ ,  $(t_{-5}, t_{+5})$  et au seuil de 1 % pour la période  $(t_{-10}, t_{+60})$ . Il s'agit d'ailleurs du seul critère pour lequel les deux groupes présentent des différences statistiquement significatives, mis à part le critère de l'appartenance ou non à des secteurs de haute technologie (la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période  $(t_{-10}, t_{+60})$  est de -18,50% pour les entreprises dites de haute technologie contre -0,50% pour les autres ; la différence est significative au seuil de 5%). La figure 4.6 montre bien la différence d'évolution entre les entreprises dont le cours de bourse a augmenté et celles dont le cours a diminué. Pour les premières, la baisse enregistrée est presque linéaire du jour -10 jusqu'au jour +60 alors que pour les dernières, la rentabilité anormale moyenne cumulée suit l'axe des abscisses sans adopter de tendance significative, ni à la hausse, ni à la baisse. Ces résultats peuvent laisser penser qu'il existe un certain lien entre le niveau de transaction et les rentabilités anormales, puisque les actionnaires des entreprises dont le cours de bourse a augmenté devraient vraisemblablement saisir cette première opportunité de réaliser une partie de leurs plus-values. Nous pouvons alors nous demander pourquoi ces entreprises subissent une baisse aussi marquée de leur rentabilité anormale moyenne cumulée, laquelle n'est pas constatée pour les autres firmes. Soit les fonctions de demande des investisseurs sont décroissantes à long terme et les entreprises dont le cours de bourse a augmenté sont celles pour

lesquelles les volumes de transactions sont les plus importants, d'où la baisse conséquente et permanente des rentabilités anormales moyennes cumulées ; soit les ventes de titres consécutives à la hausse du cours de bourse signalent une surévaluation de l'entreprise, ce qui entraîne un ajustement à la baisse. Pour distinguer ces deux explications, nous avons conduit un test de Student sur la différence de moyenne et un test non paramétrique de Wilcoxon sur les rangs (non reportés) sur le volume anormal moyen au lendemain de l'expiration des engagements de conservation et sur la moyenne des volumes anormaux moyens pour les périodes  $(t_{-10}, t_{+10})$ ,  $(t_{-5}, t_{+5})$ ,  $(t_{-2}, t_{+2})$  et  $(t_{-10}, t_{+60})$ . Ils n'ont révélé aucune différence significative entre les deux groupes d'entreprises. Cela tendrait à confirmer que la réaction du cours à l'expiration des engagements n'a rien à voir avec les volumes de transactions. Ce résultat nous permet de rejeter H3 et H4.

Dans les tableau 4.5 et tableau 3.1, nous nous sommes demandé s'il pouvait exister une relation entre la réaction du cours de bourse et la longueur des engagements de conservation. La figure 4.9 présente les évolutions comparées des rentabilités anormales moyennes cumulées en fonction de la longueur sur la période  $(t_{-10}, t_{+60})$ . Pour les engagements de conservation dont la longueur est au plus de 180 jours, le tableau 4.5 montre qu'il existe effectivement des rentabilités anormales négatives, mais pas spécifiquement au lendemain de l'expiration des engagements de conservation. Seuls les engagements de conservation dont la durée est supérieure à 360 jours et inférieure à 1 085 jours entraînent une rentabilité anormale moyenne de -1,58 %, immédiatement compensée par une rentabilité anormale de 1,44 % (seulement significative au seuil de 10 %). Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse H2 de pression sur les prix. Les engagements de conservation dont la longueur est inférieure ou égale à 360 jours présentent des volumes anormaux significativement positifs sur toute la période d'événement. Ils n'entraînent quasiment aucune réaction significativement négative du cours. Pour les engagements supérieurs à 1 085 jours, des volumes anormaux significatifs apparaissent du jour -4 jusqu'au jour +2 et sont accompagnés d'une rentabilité anormale positive de 1,43 %. Dans le tableau 3.1, nous constatons que les rentabilités anormales moyennes cumulées négatives sont concentrées lors de l'expiration des engagements de conservation dont la longueur est inférieure ou égale à 180 jours, et que la différence avec le reste de l'échantillon des 226 événements est statistiquement significative au seuil de 5 % pour la période  $(t_{-5}, t_{+5})$ . La figure 4.9 confirme bien le fait que les rentabilités anormales moyennes cumulées sont plus basses pour les engagements de conservation les plus courts.

Les tableau 4.7 et 4.8 présentent les mêmes informations en fonction de l'année d'expiration des engagements de conservation. Les évolutions comparées des rentabilités

anormales moyennes cumulées sont présentées sur la figure 4.10. Nous observons des rentabilités anormales moyennes négatives et significatives de 1997 à 2001. L'absence de résultats significatifs en 2002, 2003 et 2004 peut être due à la petitesse des échantillons. Il ressort très clairement de ces chiffres que les volumes de transactions anormaux sont très importants en 2001, ce qui peut s'expliquer par l'éclatement de la bulle Internet courant 2000. Certains actionnaires ont dû assister au krach boursier sans pouvoir se débarrasser de leurs actions, car ils étaient liés par leur engagement de conservation. Il est plausible qu'ils se soient empressés de le faire aussitôt que l'occasion leur en a été donnée. Le fait que nous n'observons aucune rentabilité anormale négative est cohérent avec cette interprétation : tous les ajustements auront eu lieu avant que les actionnaires aient pu céder leurs titres et le marché aura déjà intégré dans la valeur des entreprises que ces derniers céderont le plus grand nombre possible de titres à l'issue de leur engagement de conservation. Nous remarquons aussi que les expirations qui ont eu lieu en 1999 sont accompagnées d'une rentabilité anormale moyenne cumulée positive et significative au seuil de 10% sur la période  $(t_{-10}, t_{+10})$ , qui atteint le niveau de +21,20 % sur la période  $(t_{-10}, t_{+60})$  et est significative au seuil de 1%. Cela peut s'expliquer aussi par l'environnement financier, puisque l'année 1999 correspond à l'apogée de la bulle spéculative Internet des années quatre-vingt-dix. Cette conclusion est renforcée par le fait que seules les années 1999 et 2000 présentent des différences statistiquement significatives avec le reste de l'échantillon au seuil de 1 % pour la période  $(t_{-10}, t_{+60})$ . On remarque d'ailleurs, sur la figure 4.10, que les rentabilités anormales moyennes cumulées des années 1999 et 2000 « enveloppent » celles des autres années.

Ces premiers résultats nous permettent de tirer plusieurs conclusions. Tout d'abord, l'existence de rentabilités anormales moyennes et de volumes anormaux moyens négatifs peut indiquer l'existence de ventes d'actions anticipées de la part des actionnaires censés conserver leurs actions jusqu'au jour 0 de la période d'événement. Field et Hanka (2001) reportent l'existence de plusieurs cas de cessions anticipées aux États-Unis. Il peut aussi s'agir tout simplement d'investisseurs entamant des transactions peu avant l'expiration des engagements de conservation, car ils anticipent des changements importants. Concernant nos hypothèses, ces résultats tendent à rejeter l'hypothèse H1. Le fait que les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes  $(t_{-10}, t_{+10})$ ,  $(t_{-5}, t_{+5})$ ,  $(t_{-2}, t_{+2})$  et  $(t_{-10}, t_{+60})$  pour l'échantillon global soient négatives et significatives pour les trois quarts au seuil de 1 % indique que l'ajustement du cours de bourse à l'occasion de ses expirations d'engagements de conservation n'est pas temporaire (résultats du tableau 2.1). Ce résultat nous permet de rejeter d'emblée l'hypothèse H2 de pression sur les prix puisque, comme nous l'avons mentionné, ce phénomène doit se résorber dans le très court terme, ce qui ne semble pas être le cas. Finalement, la concomitance de rentabilités

anormales moyennes négatives et de volumes anormaux moyens négatifs semblent corroborer les hypothèses H3 et H4, puisque les deux phénomènes potentiellement à l'origine de cette réaction impliquent un lien entre réaction négative du cours et volume de transactions. La question est alors de savoir si cette baisse permanente du cours de bourse en lien avec des volumes à la hausse est due à des phénomènes mécaniques ou bien à de l'information transmise par les transactions des actionnaires dont les titres étaient bloqués. À ce propos, les résultats observés lors de la comparaison du groupe d'entreprises dont le cours a diminué avec celui des entreprises dont le cours a augmenté nous permet de penser que la réaction du cours n'est pas simplement due à un phénomène mécanique, mais que de l'information sur la valeur de la firme est transmise.

Nous explorons plus en détail cette question dans les tableau 4.9 et tableau 4.10, en examinant la réaction du cours de bourse lorsque l'expiration des engagements de conservation ne concerne exclusivement qu'un des trois types d'actionnaires suivants : fondateur, entreprise de capital- risque ou investisseur institutionnel. La figure 4.11 permet d'observer les évolutions comparées pour les trois types d'actionnaires.

Le tableau 4.9 nous montre que les rentabilités anormales moyennes au lendemain de l'expiration des engagements de conservation sont concentrées dans ceux qui concernent les entreprises de capital-risque. Dans le cas des investisseurs institutionnels, nous constatons une seule rentabilité anormale moyenne négative le jour -10 et plus rien ensuite. Nous observons une situation comparable dans le cas des fondateurs, avec une seule rentabilité anormale moyenne négative le jour +5. Il est intéressant de noter aussi que les volumes anormaux moyens sont significativement plus élevés dans le cas d'expiration concernant uniquement des fondateurs. L'examen des rentabilités anormales moyennes cumulées dans le tableau 4.10 fait apparaître des résultats intéressants. Ainsi, toutes les rentabilités anormales moyennes cumulées de l'échantillon d'expiration des engagements concernant des entreprises de capital-risque sont significatives au moins au seuil de 5 %. Quant aux fondateurs, seule la rentabilité anormale moyenne cumulée de -11,28% pour la période  $(t_{-10}, t_{+60})$  est significative au seuil de 5 %, avec un  $t$  de Student de -2,22. Dans le cas des investisseurs institutionnels, nous observons des résultats assez surprenants, puisque la rentabilité anormale moyenne cumulée pour la période  $(t_{-10}, t_{+60})$  atteint 40,53 % et est significative au seuil de 1 % ( $t$  de Student de 3,45). Le simple fait que les rentabilités anormales moyennes chez les fondateurs ne soient pas significatives à court terme alors même que des volumes importants sont enregistrés nous laisse penser que de l'information est transmise à l'occasion de l'expiration des engagements de conservation. Ce point est renforcé par le constat que les rentabilités anormales moyennes cumulées sont négatives et très significatives pour l'expiration des engagements de conservation concernant exclusivement des entreprises de

capital-risque alors même que, contrairement à ce que nous attendions, les volumes de transactions anormaux significatifs sont peu nombreux. Nous pouvons donc rejeter l'hypothèse H5. La réaction négative du cours à l'occasion de l'expiration des engagements de conservation des entreprises de capital-risque peut s'expliquer par une anticipation d'une réduction du contrôle des dirigeants de l'entreprise.

#### 4.3.3. Résultats de l'analyse multivariée

Dans cette partie, nous présentons les résultats de plusieurs régressions linéaires visant à expliquer les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes  $(t_{-5}, t_{+5})$  et  $(t_{-2}, t_{+2})$ , et aussi la rentabilité anormale moyenne au lendemain de l'expiration des engagements de conservation. Ces régressions se trouvent dans les tableaux 4.12, 4.13, 4.14 et 4.15. Pour chaque régression, nous indiquons en bas du tableau le nombre d'observations, le  $R^2$  ajusté et la statistique de Fisher indiquant la qualité de l'ajustement global. Pour tenir compte d'une éventuelle hétéroscédasticité, nous avons eu recours à la procédure de White (1980) pour estimer les variances des coefficients pour toutes les régressions. Les  $t$  de Student correspondant à chaque coefficient sont indiqués entre parenthèses. Chaque modèle est estimé sur l'échantillon complet des 226 événements dont nous disposons, mais aussi sur un échantillon plus réduit de 188 événements après exclusion de tous les engagements de conservation correspondant à des clauses d'inaliénabilité conclues au sein de pactes d'actionnaires. En effet, il est possible que ces engagements de conservation particuliers répondent à d'autres motivations, car ils sont le fruit de la volonté des actionnaires, alors que les engagements de conservation auxquels font référence toutes les études de notre revue de littérature sont imposés soit par les autorités de marché, soit par l'introducteur teneur de marché. De plus, nous avons vu, dans les tests univariés, qu'il n'y avait pas de réaction significative du cours de bourse à l'expiration de ces engagements. Finalement, nous avons adopté la logique suivante dans la conduite de nos régressions. Pour chaque période, nous avons estimé un modèle avec toutes les variables ; ensuite, nous avons réestimé ce même modèle en supprimant les variables qui n'étaient pas significatives afin de nous assurer de la stabilité des coefficients des variables significatives. Par contre, nous avons conservé toutes les variables de contrôle, notamment les variables dichotomiques destinées à contrôler les effets sectoriels (pour des raisons de clarté de la présentation, nous n'avons pas fait apparaître l'estimation de ces coefficients). Nous avons aussi estimé toutes nos régressions en supprimant ces variables dichotomiques sectorielles ; il en est ressorti une plus grande signification de nos variables explicatives.

Dans le tableau 4.12, nous testons les hypothèses présentées précédemment sur les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes  $(t_{-5}, t_{+5})$  et  $(t_{-2}, t_{+2})$ . Les volumes de transactions anormaux seuls (variable VOLTRANS) ne semblent pas avoir d'effet marqué sur les rentabilités anormales moyennes cumulées des deux périodes. Ils ne sont significatifs que dans le modèle (1) et (5) et présentent un coefficient positif. Lorsque l'expiration d'un engagement de conservation concerne un fondateur (indiqué par la variable dichotomique FONDEXP), alors les rentabilités anormales moyennes cumulées semblent être moins négatives, comme l'attestent les différents coefficients significatifs et positifs des modèles (2), (3), (4), (6), (7) et (8). L'effet semble être plus prononcé sur la période  $(t_{-2}, t_{+2})$ , comme l'attestent le coefficient de 0,50 accompagné d'un  $t$  de Student de 2,25 dans le modèle (4) et le coefficient de 0,48 avec un  $t$  de Student de 2,12. Nous n'observons aucun effet significatif lorsque l'expiration concerne soit un investisseur institutionnel (variable INSTEXP), soit une entreprise de capital-risque (variable CAPRISEXP). De même, les termes d'interaction VOLTRANS×FONDEXP, VOLTRANS×INSTEXP et VOLTRANS×CAPRISEXP ne semblent pas présenter d'effets significatifs. Ces résultats laissent penser qu'il y a peu de relations entre les volumes de transactions et les rentabilités anormales moyennes cumulées sur une période de 11 jours et de cinq jours autour de la date d'expiration. Nous pouvons clairement rejeter les hypothèses H3 et H4, puisque les volumes n'ont aucun effet sur l'ajustement du cours de bourse. Le tableau 4.12 laisse donc penser que les rentabilités anormales moyennes cumulées sont moins négatives lorsque l'expiration concerne seulement un fondateur et que ce phénomène n'entretient aucune relation avec les volumes de transactions. Ainsi, seul le type de l'actionnaire concerné compte, et non pas la quantité de titres cédés à l'occasion de cette expiration. Ce résultat est néanmoins surprenant, puisqu'il indique que le marché réagit positivement lorsque les fondateurs sont en mesure de quitter l'entreprise dès lors qu'ils ne sont plus liés par un engagement de conservation. Ce constat est d'autant plus intéressant que nous avons remarqué, lors des commentaires des tests univariés, que l'échantillon de 71 expirations qui concernait exclusivement les fondateurs était celui qui présentait le plus de volumes anormaux moyens positifs, ce qui peut correspondre à des ventes de titres importantes de la part des fondateurs (il s'agit bien évidemment d'une hypothèse, puisque nous ne sommes pas en mesure d'identifier les auteurs des transactions qui ont eu lieu sur la période d'événements). Une interprétation possible de ce résultat est l'existence de coûts d'agence entre les fondateurs, généralement actionnaires majoritaires, et les petits porteurs. Un autre résultat très intéressant concerne la variable VARCOURS qui mesure la variation de prix entre le dernier cours de bourse au début de la période d'événement et le prix définitif d'introduction en bourse. Sur la plus courte des deux périodes  $(t_{-2}, t_{+2})$ , cette variable ne présente aucun effet significatif.

Par contre, lorsque l'on s'intéresse à la période  $(t_{-5}, t_{+5})$ , elle présente des coefficients tournant autour de -0,16 dans les modèles (1), (2), (5) et (6), qui présentent un  $t$  statistique d'au moins 2,64 (significatif au seuil de 1 %). Ce coefficient négatif implique donc que les entreprises ayant subi des hausses de cours depuis l'introduction en bourse vont enregistrer les rentabilités anormales moyennes cumulées les plus négatives lors de l'expiration des engagements de conservation, ce qui rappelle les résultats de De Bondt et Thaler (1985) concernant la sur-réaction des investisseurs. La variable LONGUEUR égale à la durée en jour des engagements de conservation expirant présente un coefficient positif et significatif, surtout dans les régressions dont la variable dépendante est la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période  $(t_{-5}, t_{+5})$ . Dans les modèles (2) et (6), le coefficient est de 0,01 accompagné d'une statistique  $t$  de 2,12 ; ils sont significatifs au seuil de 5 %. Plus l'engagement de conservation est long, moins la réaction du cours est négative sur la période  $(t_{-5}, t_{+5})$ . Si, comme le pensent Brau et *al.* (2004), la réaction du cours à l'expiration des engagements de conservation est comparable à la sous-évaluation initiale lors de l'introduction en bourse, alors nous pouvons penser que les entreprises dont les engagements de conservation sont les plus longs souffrent d'une asymétrie d'information en moyenne plus faible que celles dont les engagements de conservation sont les plus courts. L'intuition étant que les engagements de conservation les plus longs ont laissé plus de temps au marché pour se rendre compte de la valeur fondamentale des entreprises. De plus, si, comme le laissent penser Brau, Lambson et McQueen (2005), la longueur des engagements de conservation est un signal de la qualité de la firme, alors les firmes dont les engagements de conservation sont les plus longs devraient être de meilleure qualité. Et il semble normal que toutes choses égales par ailleurs, elles aient subi des rentabilités anormales négatives moins importantes. Ce résultat tend à corroborer l'hypothèse H6.

Finalement, le *free cash-flow* de l'entreprise mesuré autour de l'expiration des engagements de conservation par la variable FCF présente un coefficient positif dans toutes les régressions. Le coefficient est significatif au seuil de 5 % pour toutes les régressions dont la variable dépendante est la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période  $(t_{-2}, t_{+2})$  (modèles 3, 4, 7 et 8). Ce même coefficient devient significatif au seuil de 1 % pour les régressions dont la variable dépendante est la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période  $(t_{-5}, t_{+5})$  (modèles 1, 2, 5 et 6). Ce résultat est surprenant puisque comme nous l'avons indiqué, le *free cash-flow* est une mesure du risque de surinvestissement tel qu'il est décrit par Jensen (1986). Néanmoins, ce flux de trésorerie pris isolément peut se révéler une piètre mesure de ce risque. Pour cette raison, nous avons inclus le terme d'interaction FCF×BTMH où la variable BTMH prend la valeur 1 lorsque le *book-to-market* de l'entreprise est supérieur ou égal à sa médiane. Un ratio *book-to-market*

important indique une valeur des capitaux propres comptables relativement plus grande que la valeur de marché de la firme, ce qui traduit la faiblesse des options de croissance de l'entreprise. Ainsi, lorsque les options de croissance sont faibles et que le *free cash-flow* est important, le risque de surinvestissement devrait être important. La variable FCF×BTMH semble donc être une mesure plus solide du risque de surinvestissement et nous permet d'analyser le lien entre les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes  $(t_{-5}, t_{+5})$  et  $(t_{-2}, t_{+2})$ . Tous les coefficients des régressions (1) à (8) du tableau 4.12 sont négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 5%, ce qui indique que lorsque les options de croissance sont faibles, un *free cash-flow* important signale des possibilités de gaspillage des fonds au détriment des actionnaires, entraînant des rentabilités anormales moyennes cumulées plus négatives, toutes choses égales par ailleurs. Cela corrobore l'hypothèse H6 : les entreprises offrant le plus de garanties voient leur cours de bourse diminuer de manière moins importante. À l'inverse, celles qui offrent moins de garanties sont plus pénalisées.

Jusqu'ici, nos résultats semblent pencher en faveur de l'hypothèse H6. Il semblerait donc que la cause des ajustements de nature permanente que nous observons soit à chercher plus du côté de l'asymétrie d'information et des coûts d'agence que dans des phénomènes mécaniques tels que la pression sur les prix ou les fonctions de demande décroissantes à long terme des investisseurs. En effet, nous n'observons pas de relations claires entre les rentabilités anormales moyennes cumulées et les volumes qui devraient prévaloir dans ces deux cas. Pour approfondir le test de l'hypothèse H6, nous avons conservé les modèles les plus parcimonieux présentés dans le tableau 4.12 (régressions 2, 4, 6 et 8), auxquels nous avons ajouté des mesures de la qualité des firmes (asymétrie d'information et coûts d'agence réduits) dont les engagements de conservation venaient à expiration. Nous avons intégré quatre variables décrites dans la section 4.2.3. Selon la théorie du signal, les entreprises de qualité sont introduites par des banques d'investissement de qualité et devraient présenter une sous-évaluation initiale plus importante pour se distinguer des firmes de moindre qualité. Pour cette raison, nous avons inclus la variable SOUSEVA, mesurant la sous-évaluation initiale, et la variable RANGITM, mesurant le rang de la banque introductrice (mesurée essentiellement par le montant moyen des fonds levés par les entreprises dont elles organisent l'introduction en bourse sur notre période d'étude). Pour mesurer les coûts d'agence, nous avons bien sûr conservé les variables FCF et FCF×BTMH et nous avons aussi ajouté des mesures de la qualité du conseil d'administration telles que la proportion d'administrateurs externes y siégeant (variable EXT) et la taille (variable NBCA). Des régressions linéaires que nous ne reportons pas ici ont montré une absence totale de lien entre les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes  $(t_{-5}, t_{+5})$  et  $(t_{-2}, t_{+2})$  et les quatre nouvelles variables introduites



ci-dessus. Étant donné la longueur de certains engagements de conservation, nous avons pensé que les informations mesurées par ces quatre variables pourraient ne plus être d'actualité au moment de l'expiration des engagements de conservation. En toute rigueur, il nous aurait fallu collecter ces mêmes variables au moment de l'expiration des engagements de conservation. Cependant, il est possible de penser que lorsque les engagements de conservation ne dépassent pas une année, la structure du conseil d'administration devrait être similaire à celle qui prévalait au moment de l'introduction en bourse. De même, le rang de la banque introductrice ne devrait pas être sensiblement modifié (d'autant plus que notre calcul est une moyenne sur la période étudiée) et l'information positive transmise par la sous-évaluation initiale (si l'on accepte les modèles de signalisation par sous-évaluation bien entendu) devrait encore être d'actualité ou tout du moins ne pas avoir trop évolué. Pour cette raison, nous avons créé une variable dichotomique LINFEG360 prenant la valeur 1 lorsque la longueur de l'engagement de conservation est inférieure ou égale à 360 jours et 0 si l'engagement de conservation est plus long. Nous avons alors inclus de nouveau les variables EXT, NBCA, SOUSEVA et RANGITM ainsi que les termes d'interaction suivants : EXT× LINFEG360, NBCA× LINFEG360, SOUSEVA × LINFEG360 et RANGITM× LINFEG360. Ces termes d'interaction nous permettent donc d'examiner l'effet de nos différentes variables lorsque les engagements de conservation ne dépassent pas une année ou autrement dit, lorsque la qualité de la firme qu'elles sont censées mesurer n'a pas subi trop de variations. Le tableau 4.13 présente les résultats de ces estimations. Les rentabilités anormales moyennes cumulées analysées sont toujours celles des périodes  $(t_{-5}, t_{+5})$  et  $(t_{-2}, t_{+2})$ . L'introduction des termes d'interaction a eu pour conséquence d'augmenter la colinéarité dans les modèles où nous avons inclus l'ensemble des variables (régressions 1, 3, 5 et 7). Pour cette raison, nous avons réestimé ces mêmes modèles en éliminant les variables sources de colinéarité (modèles 2, 4, 6 et 8). Nous notons un changement important par rapport au résultat du tableau 4.12 concernant les variables FONDEXP et VOLTRANS×FONDEXP. La première a perdu sa signification alors que la deuxième, qui n'était jamais significative, le devient dans toutes les régressions du tableau 4.13. Le coefficient négatif et statistiquement significatif de la variable d'interaction VOLTRANS×FONDEXP indique que lorsque l'expiration concerne seulement un fondateur, les volumes anormaux moyens entraînent des rentabilités anormales moyennes cumulées moins négatives. Cela ne change néanmoins pas l'interprétation que nous avons donnée précédemment, selon laquelle ce résultat pourrait indiquer que le marché interprète le désengagement des fondateurs comme une bonne nouvelle, ce qui tendrait à signaler qu'il existe un conflit d'intérêts entre ces derniers et les actionnaires minoritaires. La variable LONGUEUR conserve un effet positif et significatif sur les rentabilités anormales moyennes cumulées. Nous remarquons que la

variable d'interaction  $EXT \times LINFEG360$  est significative et présente le coefficient attendu. Ainsi, lorsque les engagements de conservation sont inférieurs ou égaux à 360 jours, les entreprises dont les conseils d'administration présentent un pourcentage plus élevé d'administrateurs externes enregistrent des rentabilités anormales moyennes cumulées moins négatives que les autres. Ce résultat confirme à nouveau l'hypothèse H6. Mis à part pour la variable  $EXT \times LINFEG360$ , nous n'observons aucun autre effet des variables nouvellement introduites. Les variables FCF et  $FCF \times BTMH$  conservent les mêmes propriétés que dans le tableau 4.12, ce qui confirme à nouveau notre interprétation précédente et la corroboration de l'hypothèse H6.

Les tests précédents portaient sur les périodes  $(t_2, t_{+2})$  et  $(t_5, t_{+5})$  et il est donc toujours possible que d'autres événements puissent expliquer les résultats que nous avons décrits antérieurement. Pour affiner l'étude de nos hypothèses, nous avons conduit les mêmes régressions, mais en prenant pour variable dépendante la rentabilité anormale moyenne au lendemain de l'expiration des engagements de conservation. Ces résultats sont présentés dans les tableaux 4.14 et 4.15.

Les résultats exposés dans le tableau 4.14 font apparaître des éléments très intéressants. Tout d'abord, nous notons un effet négatif de la variable VOLTRANS, contrairement à ce que nous observions auparavant sur les périodes  $(t_2, t_{+2})$  et  $(t_5, t_{+5})$ . En effet, le coefficient varie de -0,70 à -0,76 dans les quatre modèles présentés. Bien que cette variable ne devienne que très légèrement significative, puisque le seuil n'est que de 10 %, ce résultat ne nous permet plus de rejeter l'hypothèse H2 de pression sur les prix. Les variables FONDEXP et  $VOLTRANS \times FONDEXP$  conservent leurs effets. Le nouveau résultat concerne les variables CAPRISEXP et  $VOLTRANS \times CAPRISEXP$  qui semblent avoir un effet négatif sur les rentabilités anormales moyennes cumulées. Pour la variable CAPRISEXP, on note des coefficients de -1,73 significatif au seuil de 10 % dans le modèle 1 ; -2,42 significatif au seuil de 5 % dans le modèle 3 ; et -2,31 significatif au seuil de 5 % dans le modèle 4. Concernant la variable  $VOLTRANS \times CAPRISEXP$ , les coefficients vont de -1,06 à -1,14 et sont significatifs au seuil de 5 % dans les deux premiers modèles et au seuil de 10 % dans les deux derniers modèles. Ces résultats corroborent l'hypothèse H4 et nous conduisent à rejeter l'hypothèse H5. Il y a bien un signal qui est transmis sur la valeur de la firme, puisque le sens de leur action du cours n'est pas le même selon le type d'actionnaires considéré ; ce signal est transmis par le volume de transactions. La variable d'interaction  $EXT \times LINFEG360$  n'est plus significative alors que la variable RANGITM devient significative au seuil de 1 % et présente un effet positif sur les rentabilités anormales moyennes. Le coefficient positif et significatif au seuil de 5 % dans les

modèles 1 et 3 et au seuil de 1 % dans les modèles 2 et 4 montre que les rentabilités anormales moyennes sont moins négatives lorsqu'il y a peu d'options de croissance au moment de l'expiration des engagements de conservation. Ces derniers résultats corroborent l'hypothèse H6.

Dans le tableau 4.15, nous présentons huit modèles dans lesquels nous avons retiré les variables d'interaction  $EXT \times LINFEG360$ ,  $NBCA \times LINFEG360$ ,  $SOUSEVA \times LINFEG360$   $RANGTM \times LINFEG360$  qui étaient sources de multicollinéarité. Ces régressions confirment les résultats du tableau 4.14.

## CONCLUSION

Lors de l'expiration des engagements de conservation, les études américaines montrent l'existence d'une réaction significativement négative du cours de bourse. Nous confirmons ce résultat, sur un échantillon de 228 expirations d'engagements de conservation ou de clauses d'inaliénabilité définies dans des pactes d'actionnaires. Nous trouvons une rentabilité anormale moyenne le lendemain de l'introduction en bourse de -0,77 significative au seuil de 5 %. Cette réaction s'accompagne de volumes anormaux moyens représentant une augmentation moyenne de 71 % par rapport à la période d'estimation. Les rentabilités anormales moyennes cumulées sont négatives et significatives au seuil de 1 % jusqu'à 60 jours après l'expiration.

Le lendemain du jour de l'expiration des engagements de conservation, on constate que la rentabilité anormale moyenne de ce jour est liée négativement aux volumes de transactions, ce qui laisse penser qu'un phénomène de pression sur les prix existe. Par contre, sur des périodes plus longues de cinq et dix jours, cette relation négative disparaît, ce qui semble indiquer que ce n'est pas une éventuelle décroissance des fonctions de demande des investisseurs qui est à l'origine de la réaction à moyen terme. Notre étude montre donc que l'explication de ce résultat ne peut se réduire à des phénomènes mécaniques. En effet, à très court terme, on constate que l'identité de l'actionnaire concerné joue un rôle sur la réaction du marché, indépendamment des volumes. Lorsque l'expiration concerne une entreprise de capital-risque, la rentabilité anormale moyenne est affectée négativement et ce indépendamment du volume de transactions. Nous pensons que ce résultat est dû à une réduction du contrôle des dirigeants anticipée par les investisseurs. Le marché intégrerait le fait que les entreprises de capital-risque vont se désengager de l'entreprise. Ce résultat reste surprenant, car la date d'expiration est connue du marché et donc l'effet que nous observons aurait dû être intégré bien avant ce jour. Nous observons, toujours pour les engagements de conservation d'entreprises de capital-risque, que les volumes de transactions de ce jour ont une incidence négative sur la rentabilité anormale moyenne. Les volumes de transactions montreraient l'ampleur de la réduction du contrôle des dirigeants. Lorsque l'expiration concerne uniquement des fondateurs, les volumes de transactions ont une influence positive sur la réaction du cours de bourse, à très court terme et aussi sur une période de dix jours entourant la date de l'évènement. Nous pensons que cela peut s'expliquer par une anticipation de la réduction de la consommation de bénéfices privés liée au désengagement des fondateurs. Finalement, nous montrons que la réaction à très court terme du cours est liée positivement au rang de la banque introductrice et au niveau des options de croissance de la firme. Sur une période de dix jours autour de l'expiration, l'indépendance du conseil d'administration influence positivement les rentabilités anormales moyennes cumulées lorsque les engagements de

conservation sont d'une longueur d'au plus une année. Le niveau des flux de trésorerie disponibles après investissement (*free cash flow*) influence négativement les rentabilités anormales moyennes cumulées lorsque les options de croissance sont peu importantes. Si on fait l'analogie avec la sous-évaluation initiale, alors nos résultats laissent penser que les firmes offrant le plus de garanties subissent les ajustements à la baisse les moins importants. Dans certains cas, il est possible que les engagements de conservation n'aient pas suffi aux investisseurs pour évaluer correctement la valeur de la firme et en l'occurrence, les entreprises offrant *a priori* le plus de garanties subiront les corrections les moins importantes. Cela peut aussi expliquer l'absence de réactions significatives lors de l'expiration des clauses d'inaliénabilité conclues dans les pactes d'actionnaires. Ces engagements de conservation sont souvent d'une durée supérieure à deux ans et ils ont donc de fortes chances de laisser plus de temps aux investisseurs pour évaluer correctement la valeur de la firme.

Il convient de rappeler que notre étude se situe dans une période d'euphorie boursière liée au développement des technologies de l'information et de la communication. Il est probable que de nombreuses entreprises surévaluées jusqu'en 1999 aient connu, à l'occasion de l'expiration des engagements de conservation, des corrections importantes les ramenant à leur valeur fondamentale.

**Tableau 4.1. Statistiques descriptives de l'échantillon des expirations d'engagements de conservations retenus dans l'étude**

**Panel A**

	Nombre	Pourcentage
Expiration des firmes du nouveau marché	174	76,99
Expiration des firmes du second marché	52	23,01
Engagement hors du cadre d'un pacte d'actionnaires (engagement obligatoire d'Euronext par exemple)	188	83,19
Engagement dans le cadre d'un pacte d'actionnaires	38	16,81
Expiration d'un engagement d'un actionnaire fondateur uniquement	72	31,86
Expiration d'un engagement d'un actionnaire investisseur institutionnel uniquement	9	3,98
Expiration d'un engagement d'un actionnaire entreprise de capital-risque uniquement	24	10,62
0 jour ≤ durée de l'engagement de conservation ≤ 180 jours	59	26,11
180 jours < durée de l'engagement de conservation ≤ 360 jours	85	37,61
360 jours < durée de l'engagement de conservation ≤ 1 085 jours	25	11,06
Durée de l'engagement de conservation > 1 085 jours	57	25,22
Expiration de l'engagement en 1997	11	4,87
Expiration de l'engagement en 1998	10	4,42
Expiration de l'engagement en 1999	43	19,03
Expiration de l'engagement en 2000	71	31,42
Expiration de l'engagement en 2001	76	33,63
Expiration de l'engagement en 2002	7	3,1
Expiration de l'engagement en 2003	4	1,77
Expiration de l'engagement en 2004	4	1,77

**Panel B**

	N	Moyenne	Médiane	Écart type
Pourcentage du capital à l'introduction représenté par les actions de fondateurs sous engagement de conservation (%)	226	25,41	21,21	23,30
Pourcentage du capital à l'introduction représenté par les actions d'investisseurs institutionnels sous engagement de conservation (%)	226	1,34	0,00	5,14
Pourcentage du capital à l'introduction représenté par les actions d'entreprises de capital-risque sous engagement de conservation (%)	226	5,99	0,00	11,62
Pourcentage du capital à l'introduction représenté par le total des actions sous engagement de conservation (%)	226	37,65	40,46	22,92
Part du capital du premier actionnaire (%)	182	39,08	32,26	21,02
Actionnariat du capital-risque (%)	182	12,97	6,24	16,24
Capitalisation boursière (en M€)	182	81 233,69	45 992,65	104 617,60
Part du capital cédée au public (%)	182	25,98	24,56	11,15
Capitaux levés (en milliers d'€)	182	18 926,22	10 536,49	22 898,82
<i>Book-to-market</i> à l'introduction (%)	182	11,21	6,99	12,99
<i>Book-to-market</i> autour de l'expiration des engagements de conservation (%)	182	0,67	0,39	0,83
Valeur de l'actif net comptable de l'actif lors de l'introduction (en milliers d'€)	182	32 937,75	10532,14	72 646,78
Valeur de l'actif net comptable de l'actif autour de l'expiration des engagements de conservation (en milliers d'€)	182	61 617,58	27458,94	105 102,00

Suite du tableau 4.1 sur la page suivante

Suite du tableau 4.1

### Panel C

	<b>Codes SIC</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>
Biens de consommation durables	25, 30, 36, 37, 50, 55, 57	30	16,48
Biens intermédiaires	34, 35, 38	16	8,79
Commerce et industrie textile	22, 23, 31, 51, 53, 56, 59	13	7,14
Construction	15, 16, 17, 32, 52	1	0,55
Finance et immobilier	60-69	4	2,20
Industrie de base	10, 12, 14, 24, 26, 28, 33	7	3,85
Loisirs	27, 58, 70, 78, 79	7	3,85
Services	72, 73, 75, 76, 80, 82, 87, 89	90	49,45
Services d'utilité publique	46, 48, 49	5	2,75
Tabac et alimentaire	1, 2, 9, 20, 21, 54	7	3,85
Transport	40, 41, 42, 44, 45, 47	2	1,10
<b>Total</b>		<b>182</b>	<b>100</b>

Le panel A et le panel B présentent des statistiques descriptives sur notre échantillon de 226 événements et sur les 182 entreprises correspondantes. Le panel C donne la répartition des entreprises par secteur d'activité à partir de la classification proposée par Campbell (1996).

**Tableau 4.2. Rentabilités et volumes anormaux autour de la date d'expiration des engagements de conservation (N=226)**

**Panel A**

	RAM	RAMC	NEG	STUDRAM	ZRAMS	VAM	STUDVAM
- 10	-0,67	- 0,67	57,96	-2,22**	-1,40	0,05	0,41
- 9	-0,17	- 0,84	54,87	-0,57	0,32	0,32	2,78***
- 8	0,12	- 0,72	59,73	0,41	1,31	0,28	2,43**
- 7	-0,19	- 0,91	52,21	-0,65	0,47	0,15	1,32
- 6	-0,23	- 1,14	58,41	-0,77	0,32	0,50	4,35***
- 5	-0,29	- 1,43	55,31	-0,96	-0,03	0,42	3,63***
- 4	-0,62	- 2,05	56,19	-2,07**	-1,84*	0,79	6,78***
- 3	-0,05	- 2,10	53,10	-0,15	-0,10	0,39	3,34***
- 2	-0,02	- 2,12	55,31	-0,06	-0,43	0,56	4,85***
- 1	0,04	- 2,08	54,87	0,13	-0,53	0,38	3,30***
0	-0,51	- 2,59	58,85	-1,70*	-1,65*	0,67	5,75***
1	-0,77	- 3,36	56,64	-2,57**	-2,87***	0,71	6,12***
2	-0,17	- 3,53	51,33	-0,56	-0,35	0,59	5,06***
3	0,33	- 3,20	51,33	1,09	1,69*	0,64	5,54***
4	-0,25	- 3,45	60,18	-0,83	-0,28	0,36	3,14***
5	-0,72	- 4,17	59,73	-2,40**	-2,84***	0,17	1,51
6	0,18	- 3,99	56,64	0,60	0,18	0,43	3,73***
7	0,12	- 3,87	48,23	0,41	0,24	0,32	2,79***
8	-0,45	- 4,32	57,52	-1,49	-1,64	0,22	1,86*
9	0,50	- 3,82	51,77	1,65*	1,79*	0,45	3,88***
10	-0,29	- 4,11	52,21	-0,97	-0,58	0,77	6,66***

**Panel B**

Période	RAMC	STUDRAMC
$(t_{-10} ; t_{+10})$	- 4,11***	- 2,79
$(t_{-5} ; t_{+5})$	- 3,03***	- 2,84
$(t_{-2} ; t_{+2})$	- 1,43**	- 1,99
$(t_{-10} ; t_{+60})$	- 9,90***	- 3,67

Le Panel A présente les rentabilités anormales moyennes quotidiennes et cumulées depuis le dixième jour avant l'évènement. La colonne RAM présente les rentabilités anormales moyennes. La colonne RAMC présente les rentabilités anormales moyennes cumulées à partir du jour -10 avant la date d'expiration des engagements de conservation. La colonne NEG présente le pourcentage de rentabilités négatives. La colonne STUDRAM présente la valeur du  $t$  de Student (la variance des rentabilités anormales est estimée à partir des rentabilités anormales moyennes de la période d'estimation). La colonne ZRAMS présente la valeur du test  $Z(\text{RAMS}) = \sqrt{N} \times \text{RAMS}$  avec  $N$ , la taille de l'échantillon et RAMS, les rentabilités anormales moyennes standardisées. La colonne VAM présente les volumes anormaux et la dernière colonne STUDRAM présente la valeur du  $t$  de Student pour les volumes anormaux estimés à partir du modèle de la moyenne. Le Panel B présente les rentabilités anormales moyennes cumulées sur diverses périodes.  $(t_i ; t_j)$  désigne la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période allant du jour  $i$  au jour  $j$  autour de l'expiration des engagements de conservation avec  $i, j \in [-10; +10]$ .

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%



**Tableau 4.3. Rentabilités anormales moyennes sur une période de 20 jours autour de la date d'expiration des engagements de conservation pour divers sous-échantillons**

Jours	Firmes financées par capital-risque		Firmes non financées par capital-risque		Firmes du second marché		Firmes du nouveau marché		Expiration des engagements de conservation dans un pacte		Expiration des engagements de conservation en dehors d'un pacte		Firmes dont le cours de bourse a augmenté		Firmes dont le cours de bourse a diminué		Firmes intervenant dans des secteurs liés à la haute technologie		Firmes intervenant dans des secteurs non liés à la haute technologie	
	N=126		N=100		N=52		N=174		N=38		N=188		N=78		N=148		N=118		N=108	
	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM
- 10	-0,71*	-0,08	-0,62	0,21	-0,49	-0,06	-0,72*	0,08	-0,01	0,02	-0,80**	0,05	-0,46	0,00	-0,78**	0,07	-0,58	-0,12	-0,76*	0,23
- 9	-0,44	-0,02	0,16	0,76***	0,17	0,25	-0,28	0,34***	-0,54	0,45	-0,10	0,30**	-1,06	0,04	0,30	0,47***	-0,40	0,01	0,08	0,66***
- 8	0,47	-0,02	-0,31	0,67***	0,91**	0,17	-0,11	0,31***	0,13	0,23	0,12	0,29**	-0,07	0,07	0,22	0,39***	-0,55	-0,12	0,86**	0,72***
- 7	-0,08	0,16	-0,34	0,14	0,02	0,21	-0,26	0,14	0,08	-0,07	-0,25	0,20	-1,44**	0,15	0,46	0,15	-0,68	0,05	0,33	0,27
- 6	-0,07	0,28*	-0,43	0,78***	-0,10	1,39***	-0,27	0,24**	-0,33	1,35***	-0,21	0,33**	-0,04	0,13	-0,33	0,70***	0,12	0,03	-0,61	1,02***
- 5	-0,39	0,38**	-0,16	0,47***	0,08	0,31	-0,40	0,45***	0,50	0,35	-0,45	0,43***	-0,90	0,15	0,03	0,56***	-1,16**	0,34***	0,66	0,50***
- 4	-0,60	1,16***	-0,65	0,32**	-0,26	-0,20	-0,73*	1,08***	-1,16*	-0,10	-0,51	0,96***	-0,90	0,25	-0,48	1,07***	-1,09**	1,45***	-0,11	0,06
- 3	-0,29	0,37**	0,27	0,41***	-0,72*	0,38	0,16	0,39***	-0,77	0,01	0,10	0,46***	0,15	0,16	-0,15	0,51***	0,24	0,45***	-0,36	0,32*
- 2	-0,22	0,55***	0,23	0,57***	-0,49	0,57*	0,12	0,56***	0,57	0,49	-0,14	0,58***	-0,37	0,90***	0,17	0,38***	-0,65	0,85***	0,67	0,25
- 1	-0,22	0,40**	0,37	0,35**	-0,37	-0,10	0,16	0,52***	0,78	-0,11	-0,11	0,48***	-0,39	0,16	0,27	0,50***	-0,37	0,62***	0,49	0,12
0	-1,08***	0,46***	0,21	0,92***	-0,74*	0,43	-0,44	0,73***	-0,14	0,12	-0,59*	0,77***	-0,47	0,09	-0,54	0,97***	-0,20	0,52***	-0,86**	0,83***
1	-1,13***	0,85***	-0,32	0,53***	-0,81*	0,30	-0,76*	0,83***	0,18	0,38	-0,96***	0,78***	-0,64	0,42**	-0,84**	0,86***	-1,03**	0,82***	-0,49	0,59***
2	0,30	0,63***	-0,76	0,53***	-0,10	0,40	-0,19	0,64***	-0,37	0,65*	-0,13	0,57***	-0,71	0,31*	0,12	0,73***	0,19	0,98***	-0,56	0,15
3	0,54	0,66***	0,06	0,62***	-0,10	0,07	0,46	0,81***	-0,42	0,25	0,48	0,72***	-0,05	0,84***	0,53	0,53***	0,44	0,90***	0,20	0,36**
4	-0,26	0,47***	-0,24	0,23	0,83**	-0,14	-0,57	0,51***	0,33	-0,15	-0,37	0,47***	-1,29*	-0,01	0,30	0,56***	-0,51	0,61***	0,04	0,10
5	-0,43	0,29*	-1,09**	0,03	-0,17	-0,43	-0,88**	0,36***	-0,84	-0,53	-0,70**	0,32**	-1,19*	-0,02	-0,48	0,28*	-0,71	0,38***	-0,73*	-0,05
6	-0,25	0,66***	0,73	0,15	-0,13	-0,13	0,27	0,60***	0,06	-0,31	0,21	0,58***	-0,39	0,23	0,48	0,54***	0,83	0,72***	-0,53	0,11
7	-0,11	0,45***	0,41	0,17	0,02	-0,30	0,16	0,51***	-0,03	-0,46	0,16	0,48***	-0,09	0,08	0,24	0,45***	0,41	0,34**	-0,19	0,31*
8	-0,42	0,36**	-0,48	0,03	-0,92**	-0,19	-0,31	0,34***	-0,41	-0,40	-0,46	0,34***	0,10	0,21	-0,74**	0,22	-0,26	0,37***	-0,65	0,05
9	0,29	0,70***	0,76	0,13	0,05	0,06	0,63	0,57***	-0,48	-0,21	0,70**	0,58***	0,48	0,40**	0,51	0,48***	0,45	0,68***	0,55	0,19
10	-0,12	1,39***	-0,51	-0,01	-0,23	1,95***	-0,31	0,42***	0,26	2,52***	-0,40	0,42***	-0,05	1,48***	-0,42	0,40***	0,07	1,49***	-0,68*	-0,02

La colonne RAM du tableau 4.3 présente les rentabilités anormales moyennes quotidiennes le 10<sup>e</sup> jour avant l'évènement jusqu'au 10<sup>e</sup> jour suivant l'évènement. La colonne VAM présente les volumes anormaux sur la même période.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.4. Rentabilités anormales moyennes cumulées sur différentes périodes pour divers sous-échantillons**

**Panel A**

Période	Firmes financées par capital-risque		Firmes non financées par capital-risque		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Firmes du second marché (3)		Firmes du nouveau marché		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Expiration d'engagements de conservation dans un pacte		Expiration d'engagements de conservation en dehors d'un pacte		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique	
	N=126		N=100		(1)-(2)		N=52		N=174				N=38		N=188			
	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon
$(t_{10}; t_{+10})$	- 5,22***	- 2,65	- 2,71	- 1,21	-0,65	-0,38	- 3,55*	- 1,94	- 4,27**	- 2,33	0,22	0,67	- 2,61	- 0,88	- 4,41***	- 2,64	0,49	0,99
$(t_5; t_{+5})$	- 3,78***	- 2,65	- 2,08	- 1,29	-0,67	-0,20	- 2,85**	- 2,15	- 3,07**	- 2,32	0,12	0,16	- 1,34	- 0,62	- 3,38***	- 2,79	0,85	0,97
$(t_2; t_{+2})$	- 2,35**	- 2,44	- 0,27	- 0,26	-1,20	-1,46	- 2,51***	- 2,80	- 1,11	- 1,24	-0,92	-0,40	1,02	0,71	- 1,93**	- 2,36	1,29	1,70*
$(t_{10}; t_{+60})$	-12,93***	- 3,60	- 6,08	- 1,49	-0,76	-0,07	- 0,70	- 0,21	-12,65***	- 3,77	1,59	1,72*	- 5,15	- 0,96	-10,86***	- 3,56	0,66	0,81

**Panel B**

Période	Firmes dont le cours de bourse a augmenté		Firmes dont le cours de bourse a diminué		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Firmes intervenant dans des secteurs liés à la haute technologie		Firmes intervenant dans des secteurs non liés à la haute technologie		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Pourcentage d'actions bloquées supérieur ou égal à la médiane		Pourcentage d'actions bloquées strictement inférieur à la médiane		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique	
	N=78		N=148				N=118		N=108				N=113		N=113			
	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon
$(t_{10}; t_{+10})$	- 9,78***	- 3,65	- 1,13	- 0,64	-2,14**	-2,49**	- 5,44**	- 2,44	- 2,65	- 1,40	-0,72	-0,53	- 4,97**	- 2,34	- 3,27	- 1,59	-0,44	-0,27
$(t_5; t_{+5})$	- 6,76***	- 3,48	- 1,07	- 0,84	-2,15**	-2,21**	- 4,85***	- 3,00	- 1,05	- 0,76	-1,50	-0,86	- 4,95***	- 3,21	- 1,14	- 0,76	-1,52	-1,29
$(t_2; t_{+2})$	- 2,58**	- 1,97	- 0,82	- 0,97	-0,97	-0,31	- 2,06*	- 1,89	- 0,75	- 0,81	-0,76	-0,23	- 2,07**	- 1,98	- 0,82	- 0,81	-0,73	-0,16
$(t_{10}; t_{+60})$	-33,15***	- 6,76	2,36	0,73	-3,88***	-3,82***	-18,50***	- 4,55	- 0,50	- 0,14	-2,08**	-2,49**	-17,36***	- 4,47	- 2,44	- 0,65	-1,67*	-1,46

Le tableau 4.4 présente les rentabilités anormales moyennes cumulées sur diverses périodes pour différents sous-échantillons. Les colonnes intitulées RAMC donnent les rentabilités anormales moyennes cumulées, avec  $(t_i; t_j)$  désignant la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période allant du jour  $i$  au jour  $j$  autour de l'expiration des engagements de conservation avec  $i, j \in [-10; +60]$ .

La colonne t donne la statistique de Student correspondant aux rentabilités anormales moyennes cumulées. Pour chaque paire d'échantillons, les colonnes Student et Wilcoxon donnent respectivement la valeur de la statistique t du test de différence de moyenne de Student et la statistique z du test de différence de rang de Wilcoxon.

\* significatif au seuil de 10%; \*\* significatif au seuil de 5%; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.5. Rentabilités anormales moyennes sur une période de 20 jours autour de la date d'expiration des engagements de conservation en fonction de leur longueur**

Jours	0 jours $\leq$ d $\leq$ 180 jours		180 jours < d $\leq$ 360 jours		360 jours < d $\leq$ 1085 jours		d > 1085 jours	
	N=59		N=85		N=25		N=57	
	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM
- 10	-0,88	-0,36*	-1,18**	0,34*	0,90	0,26	-0,37	-0,07
- 9	0,59	-0,42**	-0,21	0,94***	-0,15	0,38	-0,91	0,15
- 8	-0,63	-0,30	-0,15	0,54**	1,83**	1,07***	0,57	0,15
- 7	-1,00	-0,33*	-0,12	0,45**	0,09	0,04	0,40	0,27
- 6	-0,43	-0,15	-0,71	0,64***	0,29	2,47***	0,45	0,12
- 5	-1,22*	-0,16	-0,63	0,98***	-0,16	0,54*	1,12*	0,14
- 4	-1,90***	1,94***	0,31	0,33	-1,35*	0,16	-0,37	0,54**
- 3	0,57	0,01	-0,38	0,60***	0,31	0,43	-0,34	0,44*
- 2	-0,19	-0,08	0,34	1,06***	-1,64**	-0,18	0,34	0,81***
- 1	-0,93	-0,05	-0,34	0,64***	0,44	-0,22	1,43**	0,71***
0	-0,98	0,09	-0,97*	1,14***	-1,17	0,14	0,94	0,77***
1	-0,93	-0,06	-0,68	0,70***	-1,58**	0,97***	-0,38	1,40***
2	-0,42	-0,09	-0,05	0,95***	1,44*	0,27	-0,79	0,88***
3	-0,28	-0,12	0,89	1,05***	0,36	1,66***	0,10	0,37
4	-0,88	-0,08	0,21	0,68***	-0,75	0,12	-0,06	0,45*
5	-0,82	-0,18	-0,74	0,65***	0,30	-0,45	-1,04	0,11
6	0,05	0,00	0,09	0,93***	-0,64	0,09	0,80	0,29
7	-0,02	-0,19	0,41	0,75***	0,04	-0,35	-0,12	0,51*
8	-0,26	0,38*	-0,70	0,38*	0,89	-0,30	-0,86	0,02
9	1,74***	1,07***	-0,03	0,29	-0,12	0,29	0,27	0,12
10	-0,86	0,56***	0,21	1,67***	0,64	-0,02	-0,87	0,00

La colonne RAM du tableau 4.5 présente les rentabilités anormales moyennes quotidiennes le 10<sup>e</sup> jour avant l'évènement jusqu'au 10<sup>e</sup> jour suivant l'évènement. La colonne VAM présente les volumes anormaux sur la même période.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.6. Rentabilités anormales moyennes cumulées en fonction de la longueur des engagements de conservation**

Échantillon total	Tests de différence				Tests de différence				Tests de différence				Tests de différence					
	0 jour ≤ d ≤ 180 jours		de moyenne paramétrique et non paramétrique		180 jours < d ≤ 360 jours		de moyenne paramétrique et non paramétrique		360 jours < d ≤ 1085 jours		de moyenne paramétrique et non paramétrique		d > 1085 jours		de moyenne paramétrique et non paramétrique			
N=226	N=59				N=85				N=25				N=57					
Période	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon
( $t_{10}$ ; $t_{+10}$ )	- 4,11***	- 2,79	- 9,68***	- 3,47	1,70*	1,56	- 4,43*	- 1,74	0,12	1,07	- 0,03	- 0,01	- 1,12	- 1,42	0,31	0,11	- 1,33	- 1,74*
( $t_5$ ; $t_{+5}$ )	- 3,03***	- 2,84	- 7,98***	- 3,96	2,35**	2,11**	- 2,04	- 1,11	- 0,60	- 0,66	- 3,80	- 1,49	0,21	0,18	0,95	0,44	- 1,84*	- 1,53
( $t_2$ ; $t_{+2}$ )	- 1,43**	- 1,99	- 3,45**	- 2,54	1,40	1,09	- 1,70	- 1,37	0,25	- 0,06	- 2,51	- 1,46	0,44	0,47	1,54	1,05	- 2,02**	- 1,38
( $t_{10}$ ; $t_{+60}$ )	- 9,90***	- 3,67	-23,71***	- 4,66	1,84*	1,73*	- 9,92**	- 2,12	0,00	0,58	2,79	0,43	- 1,00	- 1,48	- 1,14	- 0,21	- 1,13	- 1,33

Le tableau 4.6 présente les rentabilités anormales moyennes cumulées sur diverses périodes pour différents sous-échantillons. Les colonnes intitulées RAMC donnent les rentabilités anormales moyennes cumulées avec ( $t_i$  ;  $t_j$ ) désignant la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période allant du jour  $i$  au jour  $j$  autour de l'expiration des engagements de conservation avec  $i, j \in [-10; +60]$ .

La colonne t donne la statistique de Student correspondant aux rentabilités anormales moyennes cumulées. Pour chaque longueur, les colonnes Student et Wilcoxon donnent respectivement la valeur de la statistique t du test de différence de moyenne de Student et la statistique z du test de différence de rang de Wilcoxon avec le reste des événements.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.7. Rentabilités anormales moyennes sur une période de 20 jours autour de la date d'expiration des engagements en fonction de l'année d'expiration**

Jours	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	N=11		N=10		N=43		N=71		N=76		N=7		N=4		N=4	
	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM
- 10	-1,46	0,01	-0,99	-0,55	0,38	0,00	-1,14	0,03	-0,86*	0,25	-0,38	-0,58	0,71	0,76	1,13	-0,95
- 9	-0,08	-0,35	-0,96	-0,18	0,13	0,53**	-0,96	-0,07	0,54	0,86***	0,39	-0,43	-1,09	0,40	-1,41	-0,83
- 8	-1,36	-0,07	-1,12	-0,30	1,40***	0,54**	0,01	-0,09	0,09	0,70***	-2,05	-0,59	0,09	0,96	0,28	-0,56
- 7	-0,85	-0,06	-2,43**	-0,54	1,34***	0,22	-1,23*	0,12	0,54	0,36*	-1,34	-0,25	-2,42	0,13	-0,80	-0,77
- 6	-1,95*	4,36***	3,12**	-0,34	0,51	0,52**	-0,95	0,12	0,01	0,52***	-2,17	0,01	0,10	0,28	-0,77	-0,60
- 5	-0,61	-0,32	-1,74	-0,62	1,08**	0,83***	-1,20	0,24	-0,47	0,65***	2,68	0,29	1,78	0,19	1,80	-0,17
- 4	-0,03	-0,29	-0,62	-0,38	-0,71	0,38*	-1,47**	1,64***	0,18	0,71***	-2,09	0,39	0,17	-0,62	0,26	-0,59
- 3	-0,16	0,08	0,29	1,44**	0,58	0,29	-0,69	0,24	0,27	0,54***	-0,60	-0,49	-0,73	1,92	-0,05	-0,73
- 2	-0,35	1,28**	0,74	-0,21	-0,01	0,66***	-0,74	0,18	0,23	0,98***	2,28	0,12	2,24	-0,35	0,75	-0,05
- 1	-1,35	-0,07	-2,97**	-0,42	0,07	0,44*	0,56	0,18	-0,07	0,80***	1,59	0,17	1,37	-0,20	-0,07	-0,45
0	0,15	1,15**	0,16	-0,44	-0,97**	0,55**	-0,44	0,34*	-0,53	1,25***	-0,29	-0,11	-1,58	0,79	0,68	-0,77
1	-0,45	-0,09	-3,05**	0,16	-0,92*	0,53**	-0,53	0,52**	-1,17**	1,33***	2,13	0,35	1,71	-0,51	1,24	-0,46
2	0,12	0,22	-0,54	-0,40	0,01	0,33	-0,07	0,72***	-0,30	0,71***	-1,19	-0,03	1,80	1,71	-1,51	1,88
3	2,33**	-0,46	1,58	-0,30	0,43	0,43*	0,00	0,62***	0,34	1,17***	0,76	-0,16	-1,01	0,83	-3,20	-0,17
4	0,40	-0,26	0,17	-0,31	-0,31	0,55**	-1,08	0,22	0,12	0,63***	0,58	-0,27	0,32	0,96	3,26*	-0,22
5	-0,62	-0,36	-1,37	-0,47	-0,44	-0,05	-1,18	0,29	-0,36	0,49***	-1,11	-0,29	-2,25	-0,84	1,09	-0,51
6	0,25	-0,14	-1,62	-0,46	-0,17	1,06***	0,21	0,24	0,73	0,61***	-0,35	0,00	-1,49	-0,55	0,04	-0,75
7	-0,28	-0,28	0,42	-0,22	-0,28	0,22	0,29	-0,04	0,28	0,97***	-1,00	-0,12	-0,60	-0,06	1,71	-0,17
8	-1,70	-0,34	0,94	-0,28	0,61	-0,03	-0,80	0,49**	-0,64	0,35*	-0,46	-0,50	-1,71	-0,28	-0,78	-0,09
9	-1,24	0,28	1,77	-0,34	0,78	0,22	0,24	0,93***	0,85*	0,45**	-0,74	-0,68	-0,22	-0,25	-0,15	-0,43
10	0,41	-0,48	-0,57	-0,27	0,54	2,88***	-0,36	0,83***	-0,87*	0,08	0,53	-0,67	0,38	-0,34	-0,33	-0,18

La colonne RAM du tableau 4.7 présente les rentabilités anormales moyennes quotidiennes le 10<sup>e</sup> jour avant l'évènement jusqu'au 10<sup>ème</sup> jour suivant l'évènement. La colonne VAM présente les volumes anormaux sur la même période.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.8. Rentabilités anormales moyennes cumulées en fonction de l'année d'expiration des engagements de conservation**

**Panel A**

Période	1997				1998				1999				2000					
	N=226		N=11		N=10		N=43		N=43		N=71		N=71					
	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon
$(t_{10}; t_{+10})$	- 4,11***	- 2,79	- 8,83*	- 1,76	0,55	0,65	- 8,79*	- 1,70	0,52	0,68	4,05*	1,82	- 2,64***	- 2,65***	-11,53***	- 3,73	2,62***	2,44**
$(t_5; t_{+5})$	- 3,03***	- 2,84	- 0,57	- 0,15	- 0,44	- 0,20	- 7,35**	- 1,96	0,73	1,10	- 1,19	- 0,75	- 1,11	- 1,08	- 6,84***	- 3,06	2,05**	2,33**
$(t_2; t_{+2})$	- 1,43**	- 1,99	- 1,88	- 0,77	0,11	- 0,20	- 5,66**	- 2,24	1,06	1,42	- 1,82*	- 1,69	0,22	0,24	- 1,22	- 0,81	- 0,17	- 0,16
$(t_{10}; t_{+60})$	- 9,90***	- 3,67	-22,76**	- 2,50	0,65	0,45	-26,36***	- 2,79	0,79	0,79	21,20***	5,25	- 3,44***	- 4,07***	-37,47***	- 6,65	4,32***	3,97***

**Panel B**

Période	2001				2002				2003				2004					
	N=226		N=76		N=7		N=4		N=4		N=4		N=4					
	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon
$(t_{10}; t_{+10})$	- 4,11***	- 2,79	- 1,09	- 0,40	- 1,01	- 0,39	- 2,83	- 0,32	- 0,12	- 0,15	- 2,43	- 0,27	- 0,12	- 0,25	3,17	0,48	- 0,50	- 0,97
$(t_5; t_{+5})$	- 3,03***	- 2,84	- 1,76	- 0,90	- 0,65	- 0,50	4,74	0,74	- 1,10	- 1,54	3,82	0,59	- 0,73	- 1,29	4,25	0,88	- 0,77	- 1,27
$(t_2; t_{+2})$	- 1,43**	- 1,99	- 1,84	- 1,39	0,34	0,50	4,52	1,04	- 1,24	- 0,94	5,54	1,26	- 1,09	- 1,77*	1,09	0,34	- 0,39	- 0,85
$(t_{10}; t_{+60})$	- 9,90***	- 3,67	3,18	0,64	- 2,09**	- 1,22	-35,43**	- 2,18	1,02	1,63	- 2,40	- 0,15	- 0,22	- 0,45	10,31	0,85	- 0,60	- 1,13

Le tableau 4.8 présente les rentabilités anormales moyennes cumulées sur diverses périodes pour différents sous-échantillons. Les colonnes intitulées RAMC donnent les rentabilités anormales moyennes cumulées avec  $(t_i; t_j)$  désignant la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période allant du jour  $i$  au jour  $j$  autour de l'expiration des engagements de conservation avec  $i, j \in [-10; +60]$ .

La colonne t donne la statistique de Student correspondant aux rentabilités anormales moyennes cumulées. Pour chaque année, les colonnes Student et Wilcoxon donnent respectivement la valeur de la statistique t du test de différence de moyenne de Student et la statistique z du test de différence de rang de Wilcoxon avec le reste des événements.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.9. Rentabilités anormales moyennes sur une période de 20 jours autour de la date d'expiration des engagements de conservation en fonction du type d'actionnaire concerné**

Jours	Échantillon total		Capital-risque		Investisseurs institutionnels		Fondateurs		Managers	
	N=226		N=23		N=8		N=71		N=17	
	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM	RAM	VAM
- 10	-0,67**	0,05	-1,25	0,16	-2,78*	-0,18	-0,09	0,11	0,92	-0,39
- 9	-0,17	0,32***	0,18	-0,22	-0,21	-0,33	-0,70	0,11	0,74	-0,06
- 8	0,12	0,28**	-1,25	-0,49	0,59	0,05	0,01	0,44**	0,74	0,06
- 7	-0,19	0,15	-0,39	-0,16	-0,56	0,06	0,29	0,36*	-1,35	-0,40
- 6	-0,23	0,50***	0,59	-0,43	0,19	-0,03	0,29	1,16***	-1,18	-0,03
- 5	-0,29	0,42***	-0,85	-0,21	-0,81	0,03	0,26	1,01***	1,07	0,00
- 4	-0,62**	0,79***	-0,79	4,87***	1,44	-0,02	-1,05	0,97***	-1,78	0,30
- 3	-0,05	0,39***	-0,81	0,30	0,19	1,92***	1,01	0,59***	-0,44	0,36
- 2	-0,02	0,56***	0,71	-0,02	0,06	-0,58	-0,19	0,84***	-3,23**	0,58*
- 1	0,04	0,38***	-1,73**	0,13	1,21	0,11	0,71	0,55***	1,07	0,66*
0	-0,51*	0,67***	-2,18***	0,01	-0,92	0,00	0,29	0,91***	0,25	1,40***
1	-0,77**	0,71***	-2,59***	0,33	-0,90	0,30	-0,47	1,65***	-1,02	0,63*
2	-0,17	0,59***	0,58	0,31	-0,35	-0,30	-0,73	0,85***	-1,31	0,73**
3	0,33	0,64***	1,21	0,27	-0,71	-0,05	-0,42	1,37***	1,10	-0,09
4	-0,25	0,36***	0,95	0,05	-0,73	-0,05	-0,89	0,81***	0,69	0,18
5	-0,72**	0,17	-1,12	0,25	0,80	0,01	-1,44**	0,30	-1,41	-0,07
6	0,18	0,43***	-1,51*	-0,19	-0,34	-0,11	1,01	1,08***	-0,19	0,30
7	0,12	0,32***	0,29	-0,05	0,64	0,22	0,39	0,52***	-0,94	0,32
8	-0,45	0,22*	-0,80	0,13	0,91	1,15**	-0,14	-0,07	0,49	-0,12
9	0,50*	0,45***	0,19	1,43***	1,83	0,08	0,27	0,14	0,08	0,19
10	-0,29	0,77***	0,99	0,69**	-0,67	0,62	-1,10*	0,33*	-0,33	-0,18

La colonne RAM du tableau 4.9 présente les rentabilités anormales moyennes quotidiennes le 10<sup>e</sup> jour avant l'évènement jusqu'au 10<sup>e</sup> jour suivant l'évènement. La colonne VAM présente les volumes anormaux sur la même période.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.10. Rentabilités anormales moyennes cumulées sur différentes périodes en fonction du type d'actionnaire concerné**

Période	Échantillon total				Investisseurs institutionnels				Fondateurs				Managers					
	Capital-risque		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique		Tests de différence de moyenne paramétrique et non paramétrique					
	N=226	N=23	N=8	N=71	N=17													
	RAMC	t	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon	RAMC	t	Student	Wilcoxon
$(t_{-10}; t_{+10})$	- 4,11***	- 2,79	- 9,58**	- 2,27	0,93	1,25	- 1,12	- 0,16	- 0,30	- 0,21	- 2,69	- 0,96	- 0,52	- 1,30	- 6,03	- 1,21	0,27	0,55
$(t_{-5}; t_{+5})$	- 3,03***	- 2,84	- 6,62**	- 2,17	0,94	0,79	- 0,72	- 0,14	- 0,36	- 0,54	- 2,92	- 1,45	- 0,10	0,15	- 5,01	- 1,39	0,43	0,90
$(t_{-2}; t_{+2})$	- 1,43**	- 1,99	- 5,21**	- 2,53	1,48	1,29	- 0,90	- 0,26	- 0,12	- 0,53	- 0,39	- 0,28	- 0,84	- 0,16	- 4,24*	- 1,75	0,93	1,67*
$(t_{-10}; t_{+60})$	- 9,90***	- 3,67	- 21,30***	- 2,76	0,84	1,32	44,53***	3,45	- 1,16	- 0,98	- 11,28**	- 2,22	0,17	- 0,24	- 1,18	- 0,13	- 0,56	- 0,91

Le tableau 4.10 présente les rentabilités anormales moyennes cumulées sur diverses périodes pour différents sous-échantillons. Les colonnes intitulées RAMC donnent les rentabilités anormales moyennes cumulées avec  $(t_i; t_j)$  désignant la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période allant du jour  $i$  au jour  $j$  autour de l'expiration des engagements de conservation avec  $i, j \in [-10; +60]$ . La colonne **t** donne la statistique de Student correspondant aux rentabilités anormales moyennes cumulées. Pour chaque type d'actionnaire, les colonnes Student et Wilcoxon donnent respectivement la valeur de la statistique  $t$  du test de différence de moyenne de Student et la statistique  $z$  du test de différence de rang de Wilcoxon avec le reste des événements.

\* significatif au seuil de 10%

\*\* significatif au seuil de 5%

\*\*\* significatif au seuil de 1%



**Tableau 4.11. Variables utilisées dans l'étude**

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
VOLTRANS	H2 et H3	-	Volume anormal moyen correspondant à la période étudiée
FONDEXP	H5	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'expiration d'un engagement concerne seulement les fondateurs et 0 dans le cas contraire
INSTEXP	H5	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'expiration d'un engagement concerne seulement les investisseurs institutionnels et 0 dans le cas contraire
CAPRISEXP	H5	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'expiration d'un engagement concerne les entreprises de capital-risque et 0 dans le cas contraire
VOLTRANS × FONDEXP	H5	?	Variation d'interaction entre la variable VOLTRANS et la variable FONDEXP
VOLTRANS × INSTEXP	H5	?	Variation d'interaction entre la variable VOLTRANS et la variable INSTEXP
VOLTRANS × CAPRISEXP	H5	?	Variation d'interaction entre la variable VOLTRANS et la variable CAPRISEXP
CAPRISFIN	H6	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation qui expire concerne des entreprises de capital-risque et 0 dans le cas contraire
EXTCA	H6	+	Proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration
NBADMCA	H6	-	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration
RANGITM	H6	+	Mesure du rang de l'établissement introducteur pouvant prendre les valeurs 1 à 4. La valeur prise correspond au quartile d'appartenance de l'établissement sur la valeur moyenne des capitaux levés par les firmes introduites en bourse par ce dernier sur la période 1996-2000. L'appartenance au 1 <sup>er</sup> quartile donne un score de 1, l'appartenance au 2 <sup>e</sup> quartile donne un score de 2, etc.
SOUSEVA	H6	+	Sous-évaluation initiale calculée en prenant le pourcentage de variation entre le cours de clôture du dixième jour après l'introduction et le prix définitif d'introduction
LINFEG360	H6	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque la longueur de l'engagement de conservation est inférieure ou égale à 360 jours
EXTCA × LINFEG360	H6	+	Variable d'interaction entre la variable EXTCA et la variable LINFEG360
NBADMCA × LINFEG360	H6	-	Variable d'interaction entre la variable NBADMCA et la variable LINFEG360
RANGITM × LINFEG360	H6	+	Variable d'interaction entre la variable RANGITM et la variable LINFEG360
SOUSEVA × LINFEG360	H6	+	Variable d'interaction entre la variable SOUSEVA et la variable LINFEG360
SOUSEVA × LINFEG360	H6	+	Variable d'interaction entre la variable SOUSEVA et la variable LINFEG360
BTM	H6	+	<i>Book-to-Market</i> : Rapport entre la valeur comptable moyenne des capitaux propres figurant aux bilans des exercices entourant le jour de l'expiration de l'engagement de conservation et la valeur de marché au début de la période d'événement. Les données comptables proviennent de la base <i>Thomson One Banker</i> et la valeur de marché est calculée à partir des données de la base BDM d'Euronext
FCF	H6	-	<i>Free cash-flow</i> moyen de la firme calculé à partir des bilans des exercices entourant le jour de l'expiration de l'engagement de conservation (sources <i>Thomson One Banker</i> )
FCF × BTMH	H6	-	Variable d'interaction entre la variable FCF et la variable BTMH prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane et 0 dans le cas contraire (mesure du risque de surinvestissement)

Suite du tableau 4.11 sur la page suivante

Suite du tableau 4.11

Variable	Hypothèse	Signe attendu	Description
MARCHÉ	CONTRÔLE	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation correspond à une entreprise du nouveau marché
NPACTE	CONTRÔLE	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation n'est pas conclu dans le cadre d'un pacte d'actionnaires
VARCOURS	CONTRÔLE	?	Variable égale à la différence entre le cours de bourse au début de la taille d'événement et le prix d'offre définitif lors de l'introduction en bourse de l'entreprise dont l'engagement de conservation expire
TECH	CONTRÔLE	?	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise intervient dans un secteur de haute technologie (codes SIC : 48, 283, 357, 365-367, 376, 382, 384, 737, 8731) et 0 dans le cas contraire
LONGUEUR	CONTRÔLE	?	Variable égale à la durée de l'engagement de conservation en jours
TAILLE	CONTRÔLE	?	Valeur moyenne de l'actif net comptable calculé à partir des bilans des exercices entourant le jour de l'expiration de l'engagement de conservation
D99	CONTRÔLE	?	Variable dichotomique indiquant que l'expiration de l'engagement de conservation a eu lieu en 1999

**Tableau 4.12. Déterminants des rentabilités anormales cumulées sur les périodes ( $t_5, t_{+5}$ ) et ( $t_{-2}, t_{+2}$ )**

Variable dépendante	RAMC ( $t_5; t_{+5}$ )	RAMC ( $t_5; t_{+5}$ )	RAMC ( $t_2; t_{+2}$ )	RAMC ( $t_2; t_{+2}$ )	RAMC ( $t_5; t_{+5}$ )	RAMC ( $t_5; t_{+5}$ )	RAMC ( $t_2; t_{+2}$ )	RAMC ( $t_2; t_{+2}$ )
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Pactes d'actionnaires écartés de l'analyse	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
CONSTANTE	<b>-12,13</b> (1,10)	<b>-13,85</b> (1,31)	<b>-1,68</b> (0,22)	<b>-4,01</b> (0,52)	<b>-6,02</b> (0,43)	<b>-9,43</b> (0,77)	<b>0,80</b> (0,07)	<b>0,59</b> (0,07)
VOLTRANS	<b>0,19</b> (2,09)**	<b>0,10</b> (0,99)	<b>0,16</b> (1,21)	<b>0,09</b> (0,63)	<b>0,17</b> (1,78)*	<b>0,08</b> (0,79)	<b>0,12</b> (0,80)	<b>0,07</b> (0,51)
FONDEXP	<b>0,23</b> (1,40)	<b>0,32</b> (1,92)*	<b>0,41</b> (1,81)*	<b>0,50</b> (2,25)**	<b>0,25</b> (1,46)	<b>0,33</b> (1,93)*	<b>0,44</b> (1,82)*	<b>0,48</b> (2,12)**
INSTEXP	<b>0,07</b> (0,15)		<b>0,32</b> (0,59)		<b>0,05</b> (0,12)		<b>0,38</b> (0,71)	
CAPRISEXP	<b>-0,45</b> (1,70)*		<b>-0,53</b> (1,45)		<b>-0,41</b> (1,60)		<b>-0,40</b> (1,10)	
VOLTRANS × FONDEXP	<b>-3,50</b> (1,34)	<b>-3,23</b> (1,31)	<b>-1,27</b> (0,77)	<b>-1,12</b> (0,72)	<b>-3,78</b> (1,10)	<b>-4,13</b> (1,25)	<b>-1,52</b> (0,69)	<b>-1,41</b> (0,67)
VOLTRANS × INSTEXP	<b>1,78</b> (0,62)		<b>2,84</b> (1,28)		<b>1,75</b> (0,55)		<b>2,18</b> (0,93)	
VOLTRANS × CAPRISEXP	<b>-0,36</b> (0,10)		<b>-1,83</b> (0,68)		<b>0,66</b> (0,17)		<b>-2,58</b> (0,88)	
CAPRISFIN	<b>-1,90</b> (0,76)		<b>-0,97</b> (0,56)		<b>-1,82</b> (0,62)		<b>-0,83</b> (0,40)	
NM	<b>2,55</b> (0,94)		<b>3,92</b> (1,75)*		<b>1,23</b> (0,37)		<b>2,76</b> (0,99)	
NPACTE	<b>-0,49</b> (0,17)		<b>-3,91</b> (1,94)*					
VARCOURS	<b>-0,16</b> (2,81)***	<b>-0,15</b> (2,76)***	<b>-0,06</b> (1,68)*	<b>-0,05</b> (1,57)	<b>-0,17</b> (2,64)***	<b>-0,16</b> (2,64)***	<b>-0,05</b> (1,23)	<b>-0,04</b> (1,22)
TECH	<b>-3,14</b> (1,16)		<b>-1,80</b> (0,98)		<b>-3,15</b> (0,99)		<b>-2,44</b> (1,15)	
LONGUEUR	<b>0,01</b> (1,67)*	<b>0,01</b> (2,12)**	<b>0,00</b> (0,86)	<b>0,00</b> (1,82)*	<b>0,01</b> (1,73)*	<b>0,01</b> (2,12)**	<b>0,00</b> (0,87)	<b>0,00</b> (1,45)
BTMH	<b>-1,99</b> (0,68)	<b>-1,74</b> (0,61)	<b>-2,38</b> (1,21)	<b>-2,25</b> (1,18)	<b>-2,88</b> (0,85)	<b>-2,57</b> (0,79)	<b>-2,85</b> (1,28)	<b>-2,76</b> (1,29)
BTM	<b>0,84</b> (0,79)	<b>0,76</b> (0,71)	<b>0,75</b> (1,10)	<b>0,62</b> (0,90)	<b>0,95</b> (0,79)	<b>0,81</b> (0,67)	<b>1,10</b> (1,32)	<b>0,98</b> (1,17)
FCF	<b>0,17</b> (2,78)***	<b>0,17</b> (3,08)***	<b>0,11</b> (2,29)**	<b>0,11</b> (2,48)**	<b>0,19</b> (2,80)***	<b>0,19</b> (3,02)***	<b>0,11</b> (2,06)**	<b>0,11</b> (2,18)**
FCF × BTMH	<b>-0,25</b> (2,28)**	<b>-0,26</b> (2,53)**	<b>-0,15</b> (2,21)**	<b>-0,16</b> (2,43)**	<b>-0,27</b> (2,22)**	<b>-0,27</b> (2,40)**	<b>-0,15</b> (1,97)**	<b>-0,15</b> (2,18)**
TAILLE	<b>1,91</b> (0,81)	<b>1,91</b> (0,84)	<b>0,40</b> (0,24)	<b>0,36</b> (0,22)	<b>0,60</b> (0,21)	<b>0,88</b> (0,33)	<b>-0,69</b> (0,33)	<b>-0,71</b> (0,37)
D99	<b>1,22</b> (0,58)	<b>1,33</b> (0,63)	<b>-0,31</b> (0,17)	<b>-0,34</b> (0,19)	<b>1,44</b> (0,58)	<b>1,59</b> (0,65)	<b>0,03</b> (0,01)	<b>0,07</b> (0,04)
SECTEUR	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
Observations	226	226	226	226	188	188	188	188
R <sup>2</sup> ajusté	0,17	0,18	0,11	0,12	0,16	0,17	0,09	0,10
F	3,17***	4,41***	2,80***	3,28***	3,14***	4,24***	2,40***	2,87***

Le tableau 4.12 présente les résultats de régressions linéaires dont les variables dépendantes sont soit la rentabilité anormale moyenne cumulée du jour -5 au jour +5 (désignée par RAMC ( $t_5; t_{+5}$ )), soit la rentabilité anormale moyenne cumulée du jour -2 au jour +2 (désignée par RAMC ( $t_2; t_{+2}$ )). Les modèles (1) à (4) sont conduits sur l'ensemble des 226 événements constituant l'échantillon de l'étude. Dans les modèles (4) à (8), les clauses d'inaliénabilité des pactes d'actionnaires sont exclues. La variable VOLTRANS représente la moyenne des volumes anormaux moyens sur le nombre de jours de la période de calcul des rentabilités anormales moyennes. Les variables dichotomiques FONDEXP, INSTEXP et CAPRISEXP prennent la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation concerne respectivement et exclusivement des fondateurs, des investisseurs institutionnels ou des entreprises de capital-risque. Les variables VOLTRANS × FONDEXP, VOLTRANS × INSTEXP et VOLTRANS × CAPRISEXP représentent les termes d'interaction. CAPRISFIN prend la valeur 1 si l'entreprise bénéficie de la présence d'entreprises de capital-risque lors de l'introduction en bourse. La variable NM prend la valeur 1 lorsque l'entreprise appartient au nouveau marché et 0 dans le cas contraire. La variable NPACTE prend la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation n'est pas une clause d'inaliénabilité appartenant à un pacte d'actionnaires et 0 dans le cas contraire. La variable TECH prend la valeur 1 si l'entreprise appartient au secteur des nouvelles technologies et 0 dans le cas contraire. La variable VARCOURS est égale à la différence entre le cours de bourse au début de la période d'événement et le prix définitif d'introduction. La variable LONGUEUR est égale à la longueur des engagements de conservation en jours. La variable BTM correspond au ratio *book-to-market* égal au rapport entre la valeur comptable des capitaux propres et la valeur de marché de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF est égale à *free cash-flow* de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF × BTMH est le terme d'interaction entre la variable FCF et la variable BTMH prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane et 0 dans le cas contraire. La variable TAILLE est égale à la valeur nette comptable des actifs de l'entreprise au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable D99 prend la valeur 1 si l'expiration de l'engagement de conservation a eu lieu en 1999 et 0 pour une autre année. Des variables dichotomiques indiquant l'appartenance sectorielle sont incluses dans toutes les régressions.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.13. Régressions analysant l'effet de l'interaction entre la longueur de l'engagement et des variables mesurant la qualité de la firme sur les rentabilités anormales moyennes cumulées des périodes ( $t_{-5}, t_{+5}$ ) et ( $t_{-2}, t_{+2}$ ).**

Variable dépendante	RAMC ( $t_{-5}; t_{+5}$ ) (1)	RAMC ( $t_{-5}; t_{+5}$ ) (2)	RAMC ( $t_{-2}; t_{+2}$ ) (3)	RAMC ( $t_{-2}; t_{+2}$ ) (4)	RAMC ( $t_{-5}; t_{+5}$ ) (5)	RAMC ( $t_{-5}; t_{+5}$ ) (6)	RAMC ( $t_{-2}; t_{+2}$ ) (7)	RAMC ( $t_{-2}; t_{+2}$ ) (8)
Pactes d'actionnaires écartés de l'analyse	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
CONSTANTE	<b>-26,83</b> (1,85)*	<b>-7,44</b> (0,69)	<b>-9,68</b> (0,92)	<b>-0,11</b> (0,01)	<b>-40,31</b> (2,26)**	<b>-0,18</b> (0,01)	<b>-8,77</b> (0,70)	<b>5,07</b> (0,51)
VOLTRANS	<b>0,11</b> (1,11)	<b>0,11</b> (1,11)	<b>0,09</b> (0,64)	<b>0,11</b> (0,78)	<b>0,07</b> (0,67)	<b>0,11</b> (1,10)	<b>0,04</b> (0,31)	<b>0,10</b> (0,74)
FONDEXP	<b>-2,84</b> (1,13)	<b>-2,19</b> (0,86)	<b>-0,93</b> (0,59)	<b>-0,66</b> (0,42)	<b>-4,84</b> (1,50)	<b>-1,58</b> (0,48)	<b>-1,25</b> (0,61)	<b>-0,28</b> (0,14)
VOLTRANS × FONDEXP	<b>0,30</b> (1,98)**	<b>0,28</b> (1,78)*	<b>0,50</b> (2,33)**	<b>0,47</b> (2,20)**	<b>0,34</b> (2,12)**	<b>0,28</b> (1,72)*	<b>0,49</b> (2,26)**	<b>0,44</b> (2,03)**
VARCOURS	<b>-0,16</b> (3,22)***	<b>-0,18</b> (3,53)***	<b>-0,05</b> (1,86)*	<b>-0,06</b> (2,08)**	<b>-0,17</b> (3,25)***	<b>-0,18</b> (3,29)***	<b>-0,05</b> (1,65)	<b>-0,05</b> (1,58)
LONGUEUR	<b>0,01</b> (2,13)**		<b>0,01</b> (1,75)*		<b>0,03</b> (3,12)***		<b>0,01</b> (1,98)**	
LINFEG360	<b>15,89</b> (1,58)	<b>-6,33</b> (2,06)**	<b>6,31</b> (0,89)	<b>-3,94</b> (1,95)*	<b>28,98</b> (2,33)**	<b>-7,60</b> (1,92)*	<b>7,05</b> (0,81)	<b>-3,96</b> (1,54)
EXT	<b>-0,15</b> (1,53)	<b>-0,13</b> (1,25)	<b>-0,08</b> (1,37)	<b>-0,06</b> (1,09)	<b>-0,21</b> (1,85)*	<b>-0,19</b> (1,59)	<b>-0,08</b> (1,23)	<b>-0,07</b> (1,06)
EXT × LINFEG360	<b>0,39</b> (2,79)***	<b>0,38</b> (2,63)***	<b>0,21</b> (2,25)**	<b>0,19</b> (2,07)**	<b>0,45</b> (3,09)***	<b>0,44</b> (2,77)***	<b>0,21</b> (2,14)**	<b>0,19</b> (1,93)*
NBCA	<b>1,69</b> (1,52)		<b>0,58</b> (0,95)		<b>2,56</b> (1,67)*		<b>0,47</b> (0,55)	
NBCA × LINFEG360	<b>-1,37</b> (1,18)		<b>-0,60</b> (0,91)		<b>-2,26</b> (1,49)		<b>-0,62</b> (0,71)	
SOUSEVA	<b>4,19</b> (1,07)	<b>4,09</b> (1,22)	<b>2,98</b> (1,19)	<b>2,86</b> (1,26)	<b>5,35</b> (1,24)	<b>3,46</b> (0,99)	<b>3,80</b> (1,43)	<b>2,35</b> (1,01)
SOUSEVA × LINFEG360	<b>-1,74</b> (0,42)	<b>-1,67</b> (0,45)	<b>-1,07</b> (0,38)	<b>-1,00</b> (0,38)	<b>-2,76</b> (0,62)	<b>-0,85</b> (0,22)	<b>-1,58</b> (0,54)	<b>-0,16</b> (0,06)
RANGITM	<b>2,12</b> (1,24)	<b>-0,38</b> (0,25)	<b>1,45</b> (1,09)	<b>0,44</b> (0,42)	<b>1,40</b> (0,56)	<b>-0,30</b> (0,17)	<b>-0,20</b> (0,10)	<b>0,47</b> (0,38)
RANGITM × LINFEG360	<b>-3,16</b> (1,24)		<b>-1,19</b> (0,69)		<b>-2,07</b> (0,69)		<b>0,87</b> (0,37)	
BTMH	<b>-0,83</b> (0,30)	<b>-1,30</b> (0,47)	<b>-1,57</b> (0,81)	<b>-1,69</b> (0,88)	<b>-1,67</b> (0,54)	<b>-1,61</b> (0,50)	<b>-2,21</b> (0,98)	<b>-1,92</b> (0,87)
BTM	<b>0,57</b> (0,49)	<b>0,50</b> (0,45)	<b>0,67</b> (0,92)	<b>0,61</b> (0,89)	<b>0,15</b> (0,12)	<b>0,68</b> (0,54)	<b>0,83</b> (0,92)	<b>0,96</b> (1,15)
FCF	<b>0,20</b> (3,72)***	<b>0,19</b> (3,60)***	<b>0,13</b> (2,80)***	<b>0,13</b> (2,77)***	<b>0,24</b> (3,78)***	<b>0,22</b> (3,51)***	<b>0,13</b> (2,45)**	<b>0,13</b> (2,44)**
FCF × BTMH	<b>-0,25</b> (2,37)**	<b>-0,24</b> (2,37)**	<b>-0,14</b> (2,00)**	<b>-0,13</b> (2,01)**	<b>-0,28</b> (2,33)**	<b>-0,25</b> (2,24)**	<b>-0,15</b> (1,83)*	<b>-0,14</b> (1,78)*
TAILLE	<b>0,48</b> (0,18)	<b>1,84</b> (0,76)	<b>-0,51</b> (0,26)	<b>-0,08</b> (0,04)	<b>-0,65</b> (0,22)	<b>0,50</b> (0,18)	<b>-1,45</b> (0,63)	<b>-1,29</b> (0,60)
D99	<b>1,58</b> (0,74)	<b>0,86</b> (0,39)	<b>-0,14</b> (0,08)	<b>-0,83</b> (0,49)	<b>2,37</b> (0,93)	<b>1,64</b> (0,62)	<b>0,60</b> (0,28)	<b>0,04</b> (0,02)
SECTEUR	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
Observations	226	226	226	226	188	188	188	188
R <sup>2</sup> ajusté	0,21	0,19	0,12	0,13	0,21	0,19	0,10	0,10
F	3,48***	3,55***	2,79***	3,12***	4,38***	3,70***	2,53***	2,68***

Le tableau 4.13 présente les résultats de régressions linéaires dont les variables dépendantes sont soit la rentabilité anormale moyenne cumulée du jour -5 au jour +5 (désignée par RAMC ( $t_{-5}; t_{+5}$ )), soit la rentabilité anormale moyenne cumulée du jour -2 au jour +2 (désignée par RAMC ( $t_{-2}; t_{+2}$ )). Les modèles (1) à (4) sont conduits sur l'ensemble des 226 événements constituant l'échantillon de l'étude. Dans les modèles (4) à (8), les clauses d'inaliénabilité des pactes d'actionnaires sont exclues. La variable VOLTRANS représente la moyenne des volumes anormaux moyens sur le nombre de jours de la période de calcul des rentabilités anormales moyennes. La variable dichotomique FONDEXP prend la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation concerne exclusivement des fondateurs. La variable VOLTRANS × FONDEXP représente le terme d'interaction. La variable VARCOURS est égale à la différence entre le cours de bourse au début de la période d'événement et le prix définitif d'introduction. La variable LONGUEUR est égale à la longueur des engagements de conservation en jours. La variable EXT est égale à la proportion d'administrateurs externes. La variable NBCA est égale au nombre d'administrateurs. La variable SOUSEVA représente la sous-évaluation initiale. La variable RANGITM représente le rang de la banque introductrice. La variable LINFEG360 prend la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation est d'une durée inférieure ou égale à 360 jours et 0 dans le cas contraire. Les variables EXT × LINFEG360, NBCA × LINFEG360, SOUSEVA × LINFEG360 et RANGITM × LINFEG360 sont les termes d'interaction. La variable BTM correspond au ration *book-to-market* égal au rapport entre la valeur comptable des capitaux propres et la valeur de marché de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF est égale au *free cash-flow* de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF × BTMH est le terme d'interaction entre la variable FCF et la variable BTMH prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane et 0 dans le cas contraire. La variable TAILLE est égale à la valeur nette comptable des actifs de l'entreprise au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable D99 prend la valeur 1 si l'expiration de l'engagement de conservation a eu lieu en 1999 et 0 pour une autre année. Des variables dichotomiques indiquant l'appartenance sectorielle sont incluses dans toutes les régressions.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 4.14. Régressions analysant l'effet des variables mesurant la qualité de la firme sur la rentabilité anormale moyenne du jour de l'expiration des engagements de conservation**

Variable dépendante	RAM ( $t_1$ )			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Pactes d'actionnaires écartés de l'analyse	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
CONSTANTE	<b>-6,00</b> (1,67)*	<b>-4,19</b> (1,31)	<b>-4,69</b> (1,04)	<b>0,68</b> (0,18)
VOLTRANS	<b>-0,70</b> (1,82)*	<b>-0,73</b> (1,85)*	<b>-0,76</b> (1,83)*	<b>-0,75</b> (1,75)*
FONDEXP	<b>-0,41</b> (0,65)	<b>-0,34</b> (0,52)	<b>-0,70</b> (0,85)	<b>-0,27</b> (0,34)
INSTEXP	<b>-0,24</b> (0,39)	<b>-0,25</b> (0,39)	<b>-0,26</b> (0,37)	<b>-0,23</b> (0,34)
CAPRISEXP	<b>-1,73</b> (1,66)*	<b>-1,61</b> (1,53)	<b>-2,42</b> (2,17)**	<b>-2,31</b> (2,11)**
VOLTRANS × FONDEXP	<b>1,08</b> (2,16)**	<b>1,08</b> (2,13)**	<b>1,10</b> (1,96)*	<b>1,07</b> (1,87)*
VOLTRANS × INSTEXP	<b>0,05</b> (0,08)	<b>0,07</b> (0,10)	<b>0,11</b> (0,16)	<b>0,04</b> (0,06)
VOLTRANS × CAPRISEXP	<b>-1,08</b> (2,18)**	<b>-1,06</b> (2,13)**	<b>-1,14</b> (1,96)*	<b>-1,06</b> (1,82)*
LONGUEUR	<b>0,00</b> (3,83)***	<b>0,00</b> (3,61)***	<b>0,00</b> (1,50)	
LINFEG360	<b>4,76</b> (1,79)*	<b>2,17</b> (1,95)*	<b>4,44</b> (1,34)	<b>-0,40</b> (0,41)
EXT	<b>-0,04</b> (1,36)	<b>-0,03</b> (1,06)	<b>-0,04</b> (1,01)	<b>-0,02</b> (0,66)
EXT × LINFEG360	<b>0,06</b> (1,64)	<b>0,05</b> (1,36)	<b>0,06</b> (1,43)	<b>0,05</b> (1,06)
NBCA	<b>0,53</b> (1,95)*		<b>0,66</b> (1,73)*	
NBCA × LINFEG360	<b>-0,54</b> (1,85)*		<b>-0,68</b> (1,74)*	
SOUSEVA	<b>-0,12</b> (0,07)	<b>-0,27</b> (0,17)	<b>-0,21</b> (0,11)	<b>-0,83</b> (0,47)
SOUSEVA × LINFEG360	<b>0,62</b> (0,35)	<b>0,76</b> (0,47)	<b>0,67</b> (0,35)	<b>1,25</b> (0,71)
RANGITM	<b>0,93</b> (1,79)*	<b>1,02</b> (3,10)***	<b>0,60</b> (0,75)	<b>1,03</b> (2,67)***
RANGITM × LINFEG360	<b>0,14</b> (0,22)		<b>0,60</b> (0,69)	
BTMH	<b>-0,16</b> (0,19)	<b>-0,19</b> (0,24)	<b>-0,37</b> (0,40)	<b>-0,35</b> (0,38)
BTM	<b>0,80</b> (2,39)**	<b>0,87</b> (2,83)***	<b>0,78</b> (2,06)**	<b>0,93</b> (2,71)***
FCF	<b>0,02</b> (1,05)	<b>0,02</b> (1,00)	<b>0,02</b> (0,73)	<b>0,02</b> (0,66)
FCF × BTMH	<b>0,00</b> (0,04)	<b>-0,00</b> (0,07)	<b>-0,00</b> (0,01)	<b>0,00</b> (0,06)
TAILLE	<b>-0,85</b> (1,19)	<b>-0,63</b> (0,90)	<b>-1,14</b> (1,37)	<b>-0,91</b> (1,08)
D99	<b>-0,70</b> (0,92)	<b>-0,79</b> (1,05)	<b>-0,60</b> (0,68)	<b>-0,85</b> (0,99)
SECTEUR	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
Observations	226	226	188	188
R <sup>2</sup> ajusté	0,11	0,11	0,10	0,10
F	3,26***	4,38***	2,69***	2,69***

Le tableau 4.14 présente les résultats de régressions linéaires dont la variable dépendante est la rentabilité anormale moyenne le lendemain du jour de l'expiration des engagements de conservation. Les modèles (1) à (2) sont conduits sur l'ensemble des 226 événements constituant l'échantillon de l'étude. Dans les modèles (3) à (4), les clauses d'inaliénabilité des pactes d'actionnaires sont exclues. La variable VOLTRANS représente le volume anormal moyen du jour  $t_{+1}$ . Les variables dichotomiques FONDEXP, INSTEXP et CAPRISEXP prennent la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation concerne respectivement et exclusivement des fondateurs, des investisseurs institutionnels et des entreprises de capital-risque. Les variables VOLTRANS × FONDEXP, VOLTRANS × INSTEXP et VOLTRANS × CAPRISEXP représentent les termes d'interaction. La variable LONGUEUR est égale à la longueur des engagements de conservation en jours. La variable EXT est égale à la proportion d'administrateurs externes. La variable NBCA est égale au nombre d'administrateurs. La variable SOUSEVA représente la sous-évaluation initiale. La variable RANGITM représente le rang de la banque introductrice. La variable LINFEG360 prend la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation est d'une durée inférieure ou égale à 360 jours et 0 dans le cas contraire. Les variables EXT × LINFEG360, NBCA × LINFEG360, SOUSEVA × LINFEG360 et RANGITM × LINFEG360 sont les termes d'interaction. La variable BTM correspond au ration *book-to-market* égal au rapport entre la valeur comptable des capitaux propres et la valeur de marché de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF est égale au *free cash-flow* de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF × BTMH est le terme d'interaction entre la variable FCF et la variable BTMH prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane et 0 dans le cas contraire. La variable TAILLE est égale à la valeur nette comptable des actifs de l'entreprise au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable D99 prend la valeur 1 si l'expiration de l'engagement de conservation a eu lieu en 1999 et 0 pour une autre année. Des variables dichotomiques indiquant l'appartenance sectorielle sont incluses dans toutes les régressions.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

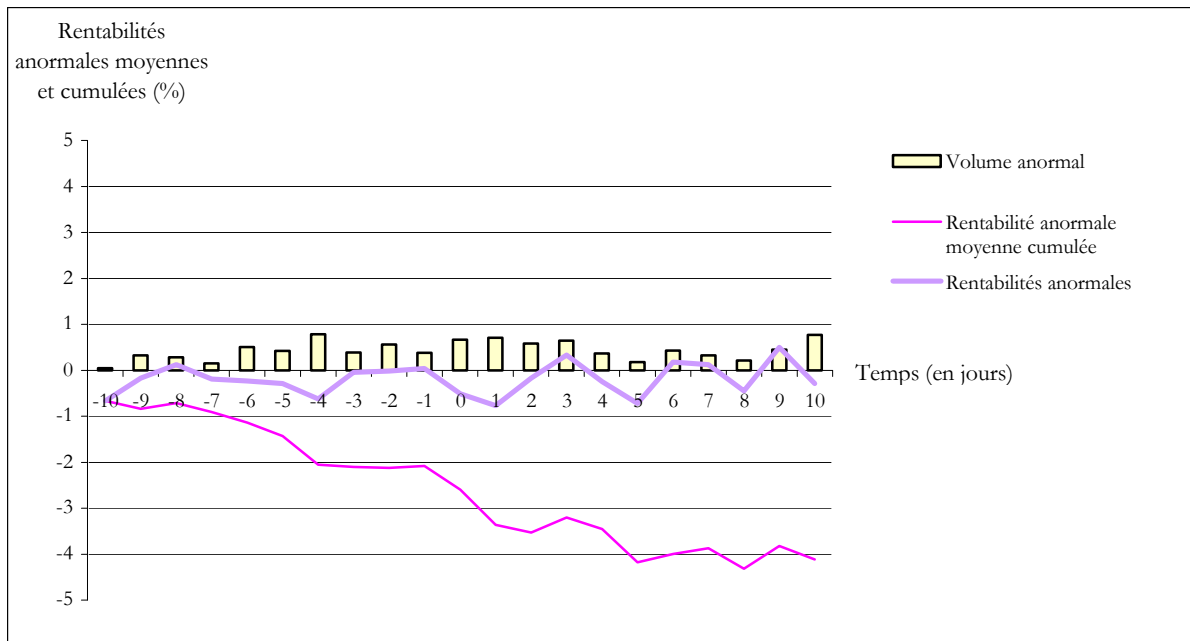
**Tableau 4.15 Régressions analysant l'effet des variables mesurant la qualité de la firme sur la rentabilité anormale moyenne du jour de l'expiration des engagements de conservation**

Variable dépendante	RAM ( $t_1$ )			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Pactes d'actionnaires écartés de l'analyse	<b>NON</b>	<b>NON</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
CONSTANTE	<b>-6,00</b> (1,67)*	<b>-4,19</b> (1,31)	<b>-4,69</b> (1,04)	<b>0,68</b> (0,18)
VOLTRANS	<b>-0,70</b> (1,82)*	<b>-0,73</b> (1,85)*	<b>-0,76</b> (1,83)*	<b>-0,75</b> (1,75)*
FONDEXP	<b>-0,41</b> (0,65)	<b>-0,34</b> (0,52)	<b>-0,70</b> (0,85)	<b>-0,27</b> (0,34)
INSTEXP	<b>-0,24</b> (0,39)	<b>-0,25</b> (0,39)	<b>-0,26</b> (0,37)	<b>-0,23</b> (0,34)
CAPRISEXP	<b>-1,73</b> (1,66)*	<b>-1,61</b> (1,53)	<b>-2,42</b> (2,17)**	<b>-2,31</b> (2,11)**
VOLTRANS × FONDEXP	<b>1,08</b> (2,16)**	<b>1,08</b> (2,13)**	<b>1,10</b> (1,96)*	<b>1,07</b> (1,87)*
VOLTRANS × INSTEXP	<b>0,05</b> (0,08)	<b>0,07</b> (0,10)	<b>0,11</b> (0,16)	<b>0,04</b> (0,06)
VOLTRANS × CAPRISEXP	<b>-1,08</b> (2,18)**	<b>-1,06</b> (2,13)**	<b>-1,14</b> (1,96)*	<b>-1,06</b> (1,82)*
LONGUEUR	<b>0,00</b> (3,83)***	<b>0,00</b> (3,61)***	<b>0,00</b> (1,50)	
LINFEG360	<b>4,76</b> (1,79)*	<b>2,17</b> (1,95)*	<b>4,44</b> (1,34)	<b>-0,40</b> (0,41)
EXT	<b>-0,04</b> (1,36)	<b>-0,03</b> (1,06)	<b>-0,04</b> (1,01)	<b>-0,02</b> (0,66)
EXT × LINFEG360	<b>0,06</b> (1,64)	<b>0,05</b> (1,36)	<b>0,06</b> (1,43)	<b>0,05</b> (1,06)
NBCA	<b>0,53</b> (1,95)*		<b>0,66</b> (1,73)*	
NBCA × LINFEG360	<b>-0,54</b> (1,85)*		<b>-0,68</b> (1,74)*	
SOUSEVA	<b>-0,12</b> (0,07)	<b>-0,27</b> (0,17)	<b>-0,21</b> (0,11)	<b>-0,83</b> (0,47)
SOUSEVA × LINFEG360	<b>0,62</b> (0,35)	<b>0,76</b> (0,47)	<b>0,67</b> (0,35)	<b>1,25</b> (0,71)
RANGITM	<b>0,93</b> (1,79)*	<b>1,02</b> (3,10)***	<b>0,60</b> (0,75)	<b>1,03</b> (2,67)***
RANGITM × LINFEG360	<b>0,14</b> (0,22)		<b>0,60</b> (0,69)	
BTMH	<b>-0,16</b> (0,19)	<b>-0,19</b> (0,24)	<b>-0,37</b> (0,40)	<b>-0,35</b> (0,38)
BTM	<b>0,80</b> (2,39)**	<b>0,87</b> (2,83)***	<b>0,78</b> (2,06)**	<b>0,93</b> (2,71)***
FCF	<b>0,02</b> (1,05)	<b>0,02</b> (1,00)	<b>0,02</b> (0,73)	<b>0,02</b> (0,66)
FCF × BTMH	<b>0,00</b> (0,04)	<b>-0,00</b> (0,07)	<b>-0,00</b> (0,01)	<b>0,00</b> (0,06)
TAILLE	<b>-0,85</b> (1,19)	<b>-0,63</b> (0,90)	<b>-1,14</b> (1,37)	<b>-0,91</b> (1,08)
D99	<b>-0,70</b> (0,92)	<b>-0,79</b> (1,05)	<b>-0,60</b> (0,68)	<b>-0,85</b> (0,99)
SECTEUR	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>	<b>OUI</b>
Observations	226	226	188	188
R <sup>2</sup> ajusté	0,11	0,11	0,10	0,10
F	3,26***	4,38***	2,69***	2,69***

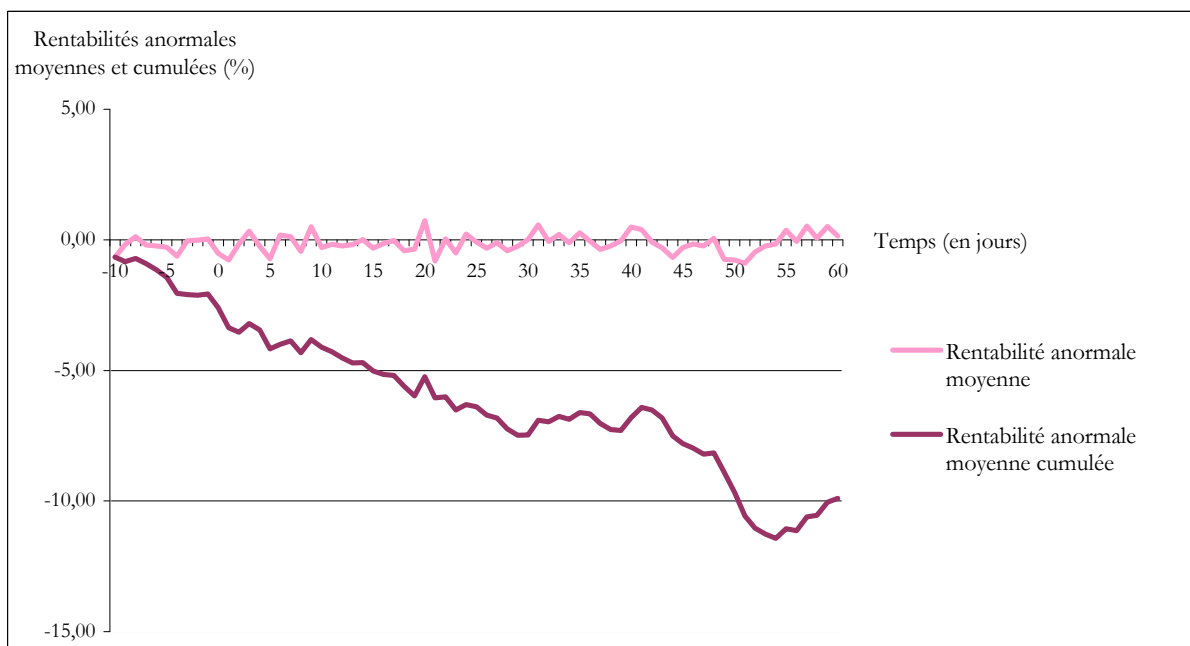
Le tableau 4.15 présente les résultats de régressions linéaires dont la variable dépendante est la rentabilité anormale moyenne le lendemain du jour de l'expiration des engagements de conservation. Les modèles (1) à (2) sont conduits sur l'ensemble des 226 événements constituant l'échantillon de l'étude. Dans les modèles (3) à (4), les clauses d'inaliénabilité des pactes d'actionnaires sont exclues. La variable VOLTRANS représente le volume anormal moyen du jour  $t_{+1}$ . Les variables dichotomiques FONDEXP, INSTEXP et CAPRISEXP prennent la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation concerne respectivement et exclusivement des fondateurs, des investisseurs institutionnels et des entreprises de capital-risque. Les variables VOLTRANS × FONDEXP, VOLTRANS × INSTEXP et VOLTRANS × CAPRISEXP représentent les termes d'interaction. La variable LONGUEUR est égale à la longueur des engagements de conservation en jours. La variable EXT est égale à la proportion d'administrateurs externes. La variable NBCA est égale au nombre d'administrateurs. La variable SOUSEVA représente la sous-évaluation initiale. La variable RANGITM représente le rang de la banque introductrice. La variable LINFEG360 prend la valeur 1 lorsque l'engagement de conservation est d'une durée inférieure ou égale à 360 jours et 0 dans le cas contraire. La variable BTM correspond au ratio *book-to-market* égal au rapport entre la valeur comptable des capitaux propres et la valeur de marché de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF est égale au *free cash-flow* de la firme au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable FCF × BTMH est le terme d'interaction entre la variable FCF et la variable BTMH prenant la valeur 1 lorsque la variable BTM est supérieure ou égale à sa médiane et 0 dans le cas contraire. La variable TAILLE est égale à la valeur nette comptable des actifs de l'entreprise au moment de l'expiration des engagements de conservation. La variable D99 prend la valeur 1 si l'expiration de l'engagement de conservation a eu lieu en 1999 et 0 pour une autre année. Des variables dichotomiques indiquant l'appartenance sectorielle sont incluses dans toutes les régressions.

\* significatif au seuil de 10% ; \*\* significatif au seuil de 5% ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

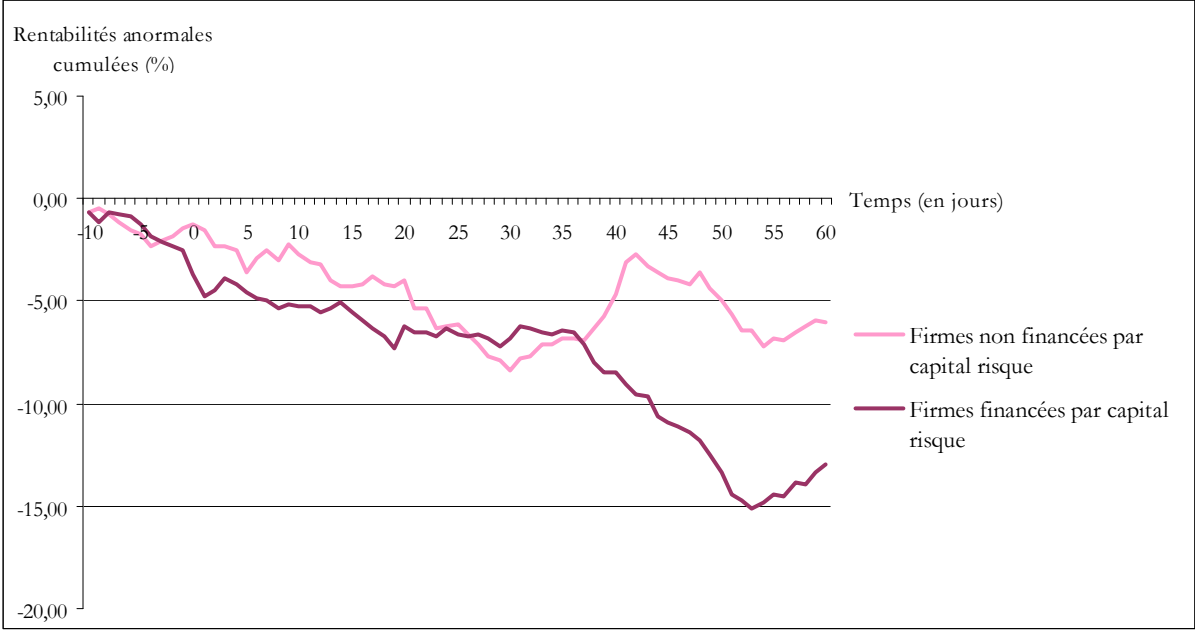
**Figure 4.1. Rentabilité anormale moyenne, cumulée et volume anormal moyen sur la fenêtre d'événement ( $t_{-10}$ ,  $t_{+10}$ )**



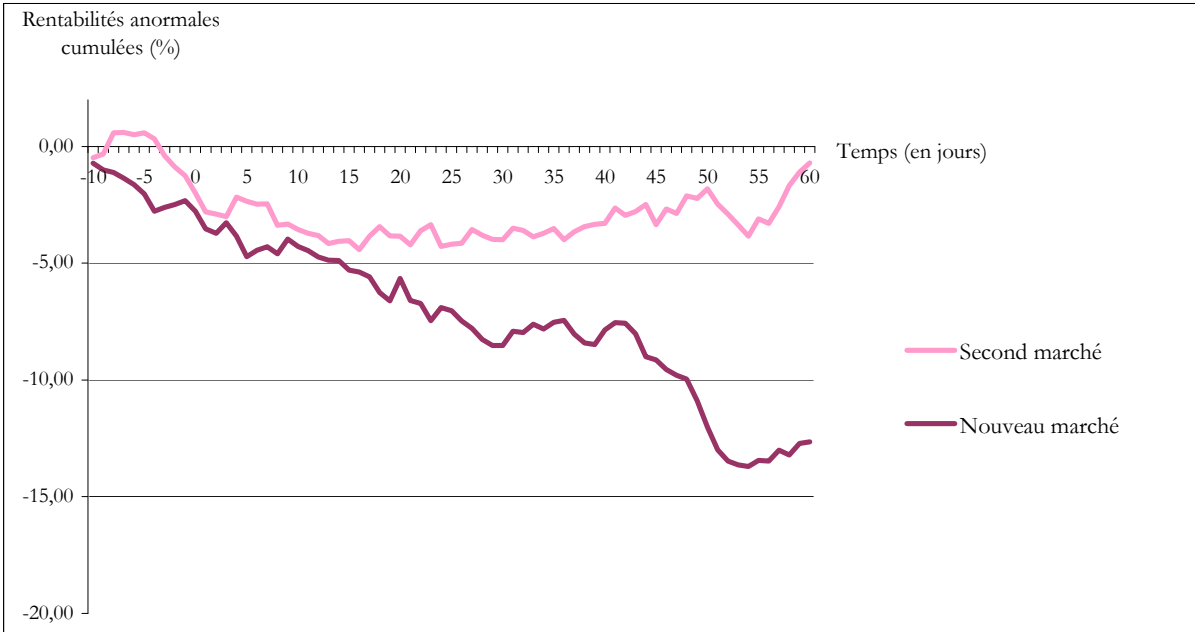
**Figure 4.2. Rentabilité anormale moyenne et cumulée sur la période ( $t_{-10}$ ,  $t_{+60}$ )**



**Figure 4.3. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période  $(t_{-10}; t_{+60})$  selon que les entreprises sont financées ou non par capital risque**

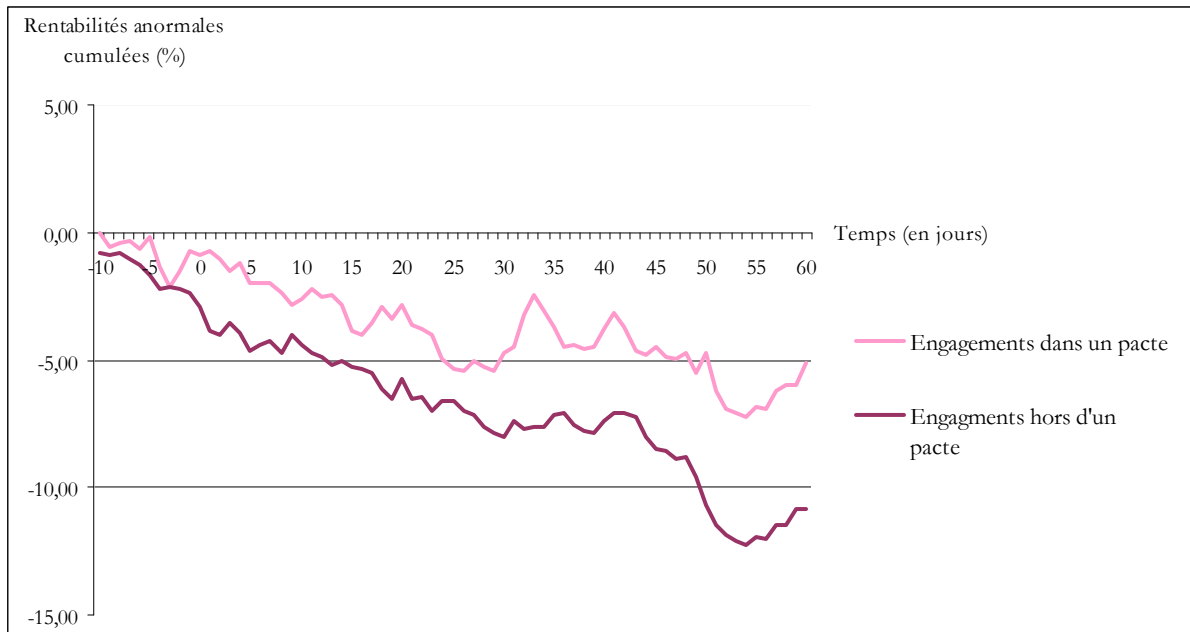


**Figure 4.4. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période  $(t_{-10}; t_{+60})$  entre les firmes du second marché et du nouveau marché**

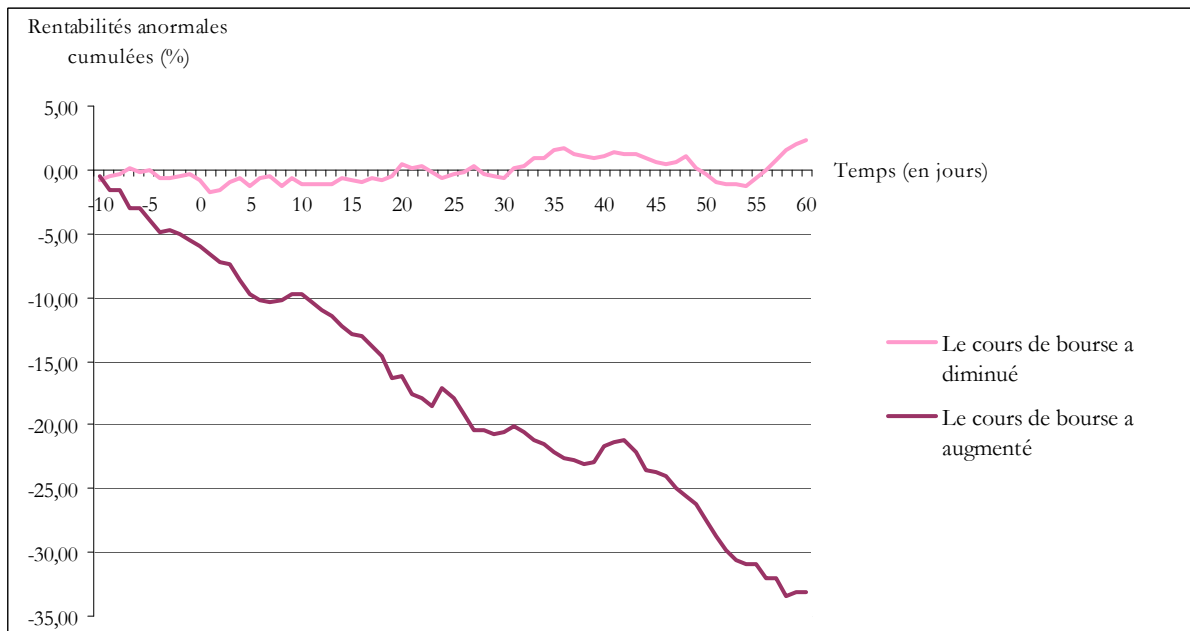




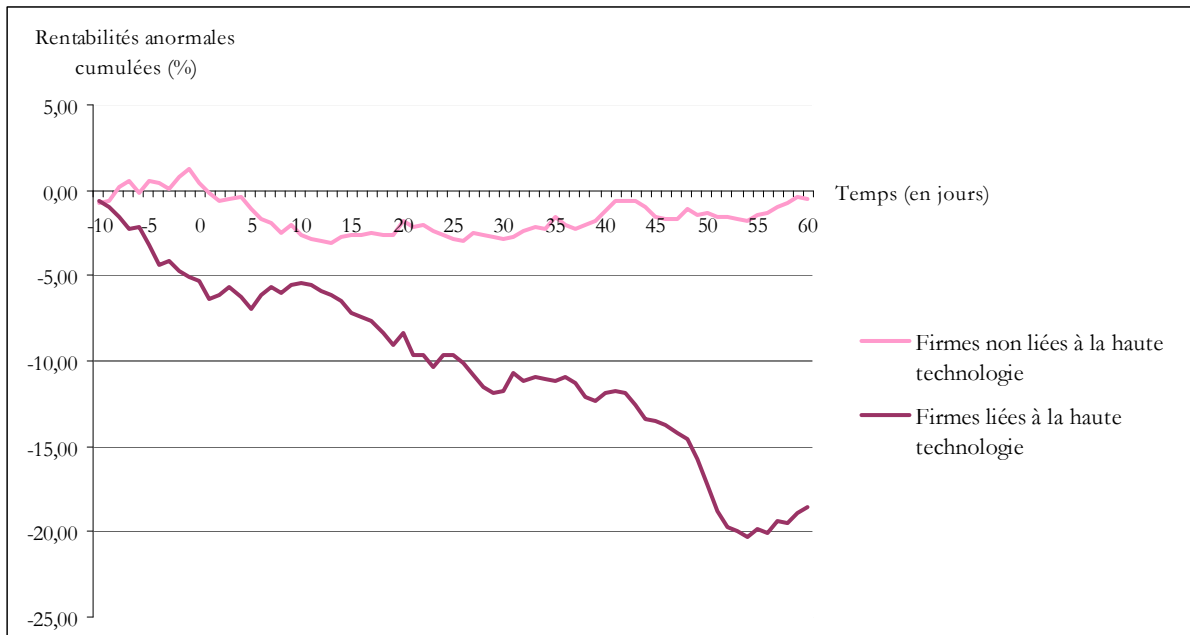
**Figure 4.5. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ;  $t_{+60}$ ) selon que les engagements de conservation sont ou non conclus dans le cadre d'un pacte d'actionnaires**



**Figure 4.6. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ;  $t_{+60}$ ) selon que le cours de bourse a augmenté ou non**



**Figure 4.7. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ;  $t_{+60}$ ) selon que les firmes appartiennent ou non à des secteurs liés à la haute technologie**



**Figure 4.8. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ;  $t_{+60}$ ) selon que la fraction d'actions bloquées est supérieure ou égale à la médiane ou non**

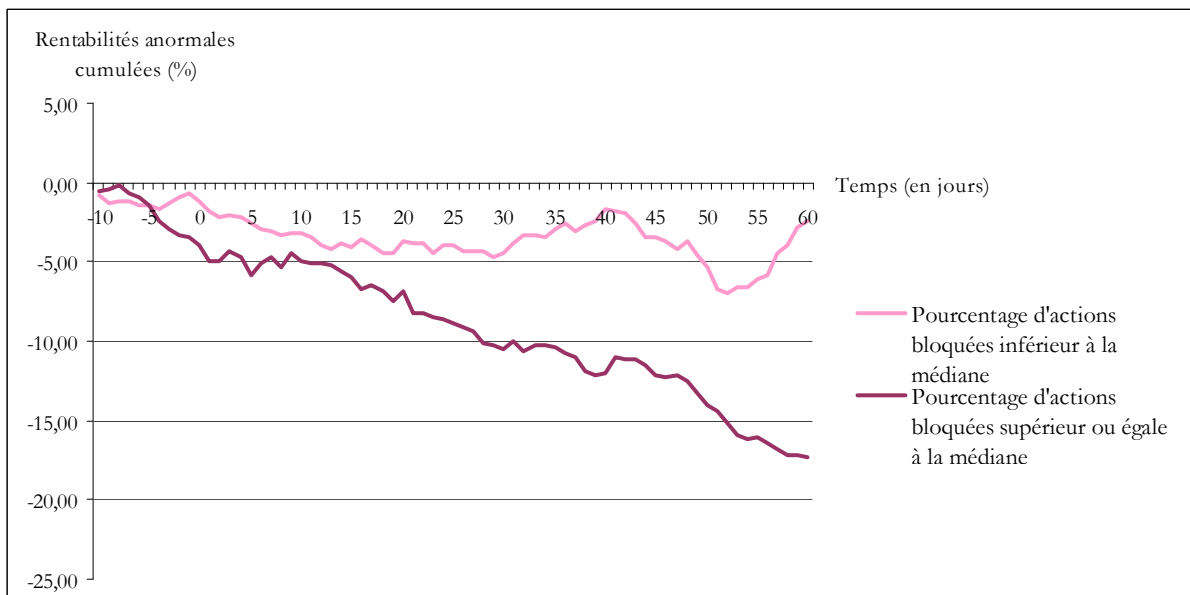


Figure 4.9. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période ( $t_{-10}$ ;  $t_{+60}$ ) en fonction de la longueur  $d$  des engagements de conservation

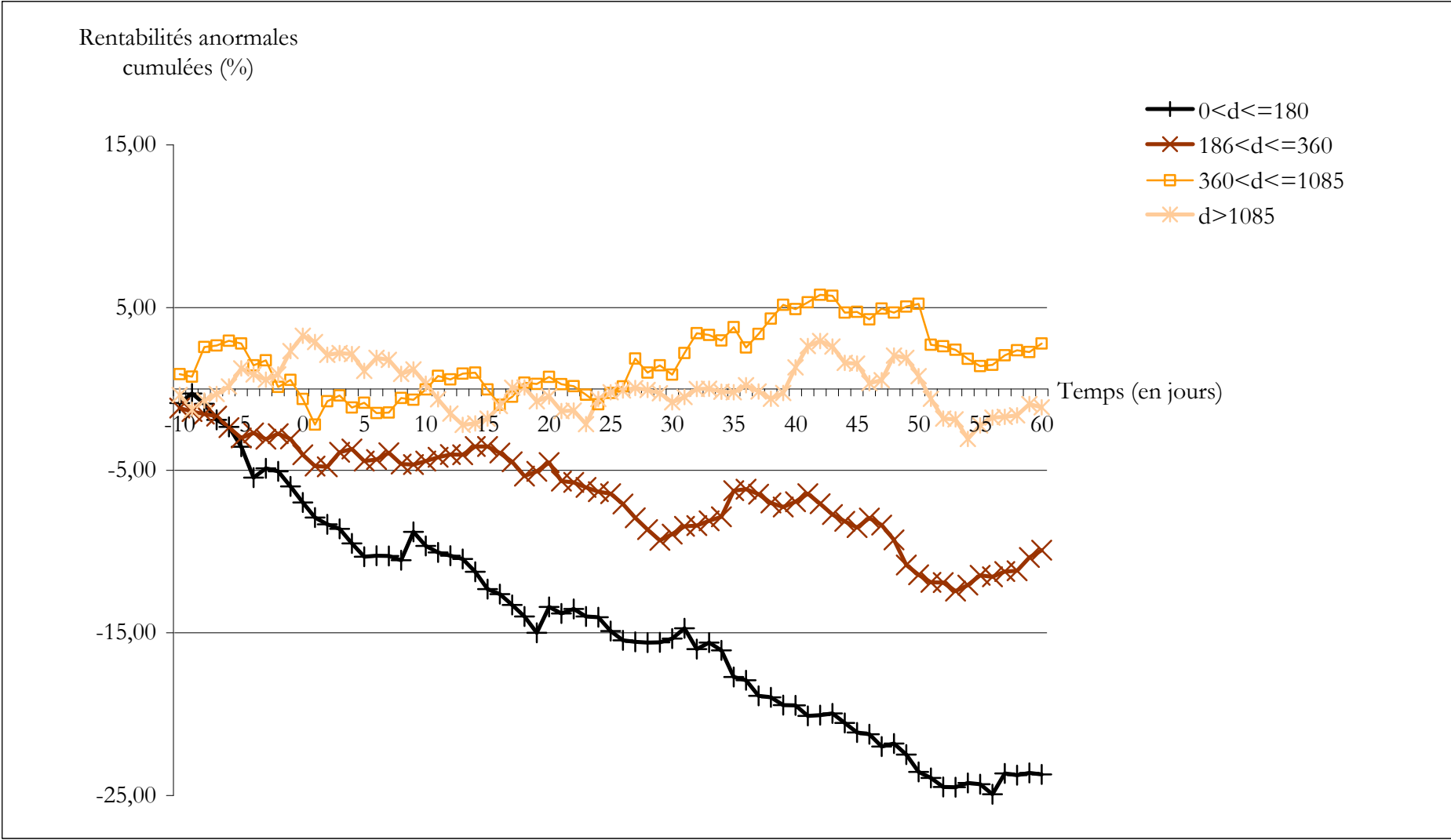


Figure 4.10. Comparaison des rentabilités anormales cumulées sur la période  $(t_{-10}; t_{+60})$  en fonction de l'année d'expiration des engagements de conservation

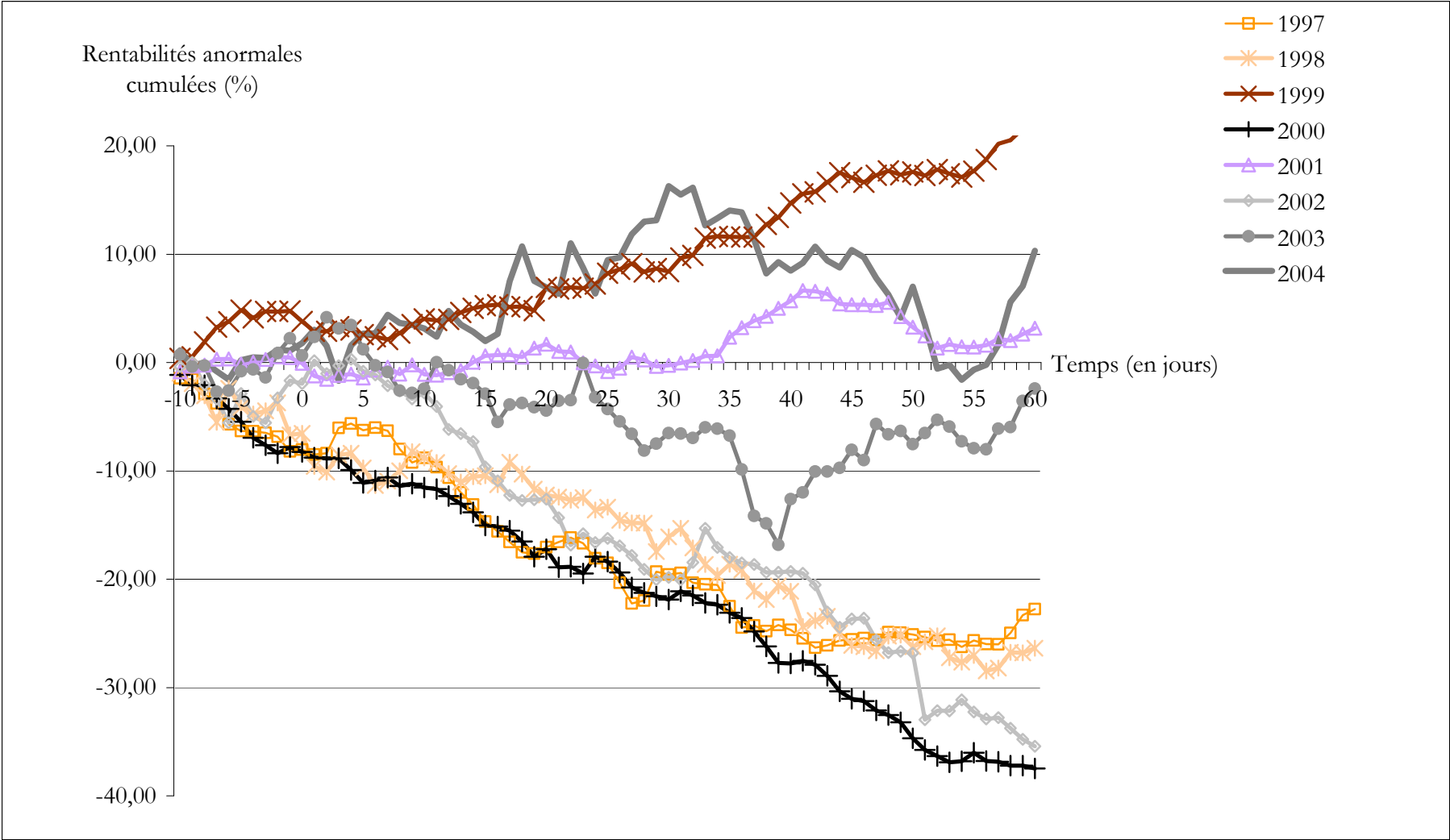
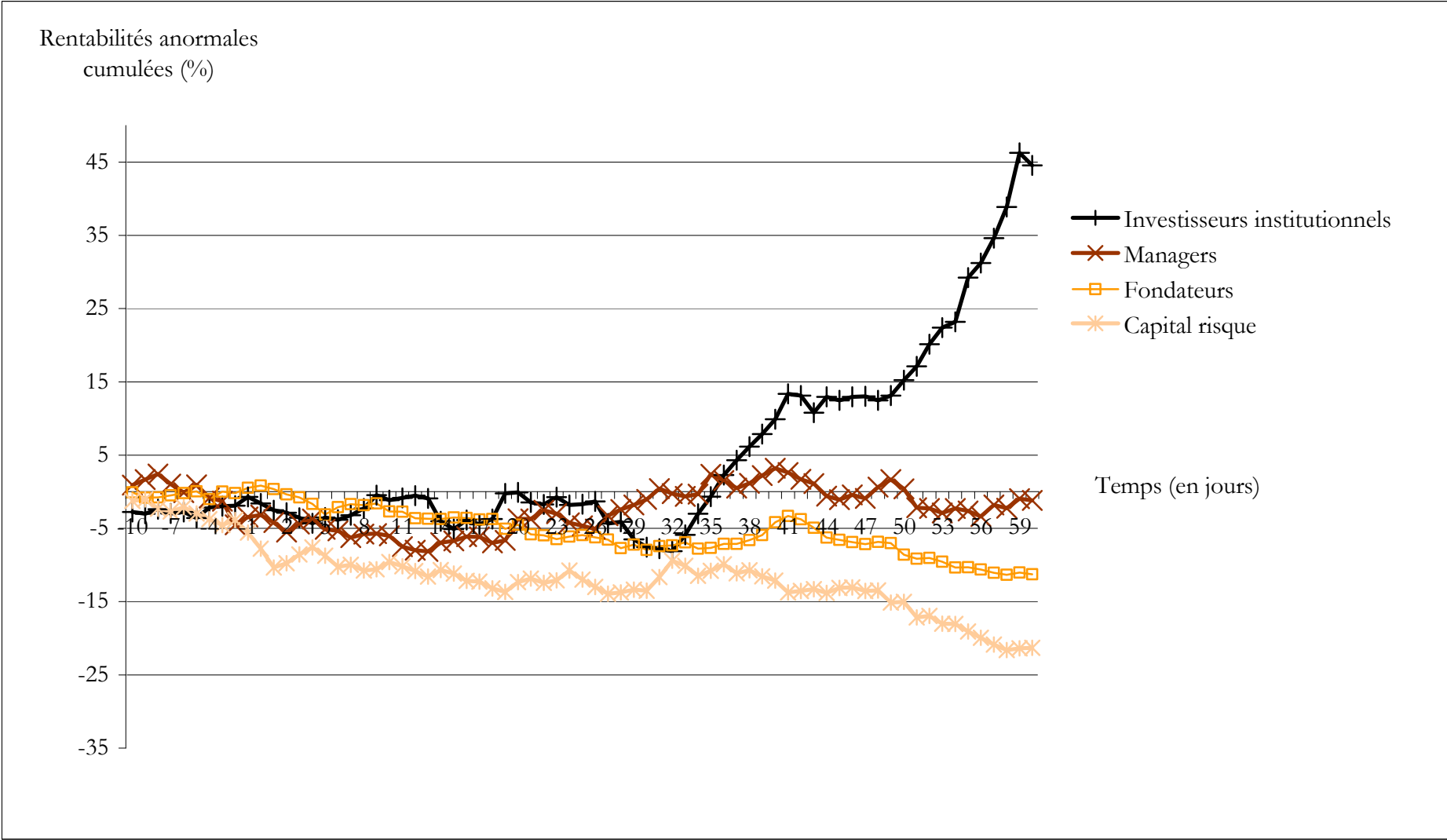


Figure 4.11. Comparaison des rentabilités anormales cumulées selon le type d'actionnaire concerné



## **CONCLUSION GÉNÉRALE**

L'introduction en bourse d'une société pose certains problèmes aux actionnaires initiaux. Tout d'abord, ils se doivent de convaincre le marché par des actions crédibles. À ce titre, le nombre de titres détenus par les principaux actionnaires est une variable stratégique très importante qui transmettra de l'information sur le degré de confiance de ces actionnaires vis-à-vis de leur entreprise et sur leur motivation à la gérer correctement. D'autre part, ils doivent accepter une ouverture du capital et donc, dans une certaine mesure, un partage du pouvoir. Certains actionnaires peuvent voir d'un mauvais œil l'intrusion d'investisseurs externes et tenter en conséquence de protéger le contrôle qu'ils ont au niveau de l'entreprise pour continuer à prélever des bénéfices privés au détriment des nouveaux actionnaires qui ont investi lors de l'introduction en bourse. De plus, la protection du contrôle peut être nécessaire si l'objectif final de l'introduction en bourse est la cession de l'entreprise.

Nous nous sommes intéressés aux engagements contractuels des actionnaires de référence à l'occasion de l'introduction en bourse. Ces engagements contractuels concernent les titres détenus et dans certains cas, ils peuvent même définir le partage du pouvoir dans l'entreprise. Le premier type d'engagement contractuel que nous avons étudié est l'engagement de conservation de titres des dirigeants. Facultatifs ou obligatoires selon le marché de cotation, ils imposent aux dirigeants de conserver une certaine fraction du capital détenu pendant un certain temps. Les différentes recherches disponibles sur ce sujet postulent une justification par la théorie du signal. Les engagements de conservation transmettraient donc une information positive sur les perspectives de rentabilité future de l'entreprise, et sa durée devrait constituer une fonction croissante de l'asymétrie d'information entre le dirigeant au centre de l'entreprise et les investisseurs externes. Cette explication semble pertinente pour motiver le choix d'un engagement de conservation réglementaire pour les entreprises introduites sur le nouveau marché à partir du 1er décembre 1998. En effet, nos résultats montrent que les entreprises les moins jeunes, introduites par des banques d'investissement de haut rang, choisissent plus volontiers un engagement de conservation court. Une autre explication basée sur la théorie de l'agence est aussi possible, car les engagements de conservation d'actions peuvent être considérés comme des incitations financières. À ce titre, ils peuvent être employés pour compenser certaines déficiences du système de gouvernement de l'entreprise en assurant aux investisseurs que les dirigeants ne tenteront pas de les exproprier, en garantissant un niveau minimal d'internalisation des coûts via les actions qui ne peuvent être cédées. Toujours sur le nouveau marché, nos résultats corroborent cette hypothèse en ce qui concerne le choix d'un engagement de conservation plus contraignant

que la norme. En effet, les firmes dont la divergence entre les droits aux flux et le niveau de contrôle est importante choisissent plus volontiers un engagement de conservation plus contraignant que ceux qui sont imposés par la réglementation. Cette hypothèse semble aussi pertinente dans le cas des entreprises introduites sur le second marché, où les engagements de conservation sont facultatifs. Ici aussi, la divergence entre les droits aux flux de niveau de contrôle influence positivement l'adoption et la durée d'un engagement de conservation. De même, le risque de surinvestissement augmente la probabilité d'adoption et la durée d'un engagement de conservation. Ce premier type d'engagement contractuel semble donc être destiné, selon les cas, à convaincre le marché de la qualité de la firme lorsqu'elle est difficile à évaluer, et à inciter les dirigeants à gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires et investisseurs.

Les pactes d'actionnaires constituent le deuxième type d'engagement contractuel. Ces pactes sont des contrats conclus généralement entre les actionnaires de référence de l'entreprise. Ils contiennent pour la plupart des droits de préemption qui obligent chacun des signataires à proposer en priorité aux autres membres du pacte les actions qu'ils désireraient céder à une tierce partie. Ils comportent aussi fréquemment des clauses d'inaliénabilité qui sont en fait des engagements de conservation. Ces clauses sont souvent définies de telle sorte qu'elles permettent aux membres signataires de conserver, pendant la durée du pacte, une fraction supérieure ou égale à la moitié des droits de vote. Dans certains cas, le pacte prévoit une répartition des sièges au conseil d'administration entre certains signataires. Le seul modèle théorique disponible à notre connaissance est celui de Chemla, Habib et Ljungqvist (2007). D'après ces auteurs, les pactes d'actionnaires auraient pour objet de maintenir l'incitation des actionnaires fondateurs à investir de manière optimale dans l'entreprise, en donnant la garantie à ceux dont le pouvoir de négociation est le plus faible que toute renégociation de la part du capital détenu se fera de manière à préserver leurs intérêts. Toujours selon ces auteurs, des renégociations des parts détenues par les fondateurs peuvent être nécessaires dans le cas où un des fondateurs disposant du pouvoir de négociation le plus important menacerait d'opérer un transfert de richesse. Les pactes d'actionnaires seraient donc utiles lorsque la probabilité d'occurrence d'un transfert de richesse est importante. Notre étude montre que la présence d'un pacte d'actionnaires est influencée positivement par le risque de surinvestissement, et négativement par l'indépendance du conseil d'administration et la présence d'une entreprise de capital-risque. La nécessité de transférer le contrôle à un investisseur qui maximiserait la valeur de la firme nécessiterait aussi, selon Chemla et *al.* (2007), une renégociation des parts de capital de chacun des fondateurs. D'après nos résultats, la probabilité de mise en place d'un pacte d'actionnaires est liée positivement à notre mesure de la probabilité de survenue d'une tentative d'acquisition.

Finalement, les pactes d'actionnaires peuvent être tout simplement considérés comme des mesures de protection contre les prises de contrôle hostiles, puisqu'un certain nombre d'entre eux aboutit explicitement ou de fait à la concentration d'une part des droits de vote supérieure à 50 % dans les mains des signataires. La protection du contrôle de l'entreprise peut être due à la volonté de protéger une consommation de bénéfices privés, selon Bebchuk (1999), mais elle peut aussi être nécessaire pour négocier au mieux la cession de l'entreprise, comme l'affirme Zingales (1995). Nous avons montré qu'au sein des entreprises ne disposant pas d'un actionnaire majoritaire, celles qui avaient mis en place un pacte d'actionnaires les protégeant des OPA hostiles avaient une probabilité plus importante de faire l'objet d'une prise de contrôle amicale. Nous avons obtenu une différence encore plus significative en considérant l'ensemble des pactes indépendamment de la protection qu'ils pourraient fournir, ce qui suggère qu'ils offrent des avantages pour préparer un transfert du contrôle, au-delà du simple fait de garantir une majorité des droits de vote à leurs membres.

Nous nous sommes ensuite demandé dans quelle mesure ces engagements contractuels pouvaient influencer le prix auquel pouvait être vendues les actions des firmes sur notre période d'étude. Les engagements de conservation transmettent un signal positif sur la valeur de la firme et ils incitent le dirigeant à gérer l'entreprise conformément aux critères de maximisation de la valeur. Lorsqu'ils concernent d'autres actionnaires importants, tels que les entreprises de capital-risque, les engagements de conservation incitent à exercer un certain contrôle sur les actions des dirigeants. Il est donc possible de s'attendre à ce qu'ils aient une influence positive sur la valeur de la firme. Sur notre échantillon d'entreprises, nous avons constaté de manière surprenante que les engagements de conservation des dirigeants des entreprises introduites sur le nouveau marché avaient une influence négative sur la valeur. Il semble donc qu'il existe des coûts liés à ces engagements de conservation qui étaient, rappelons-le, obligatoires sur ce marché. Ce résultat peut expliquer pourquoi, aujourd'hui, les dirigeants des entreprises introduites sur le segment Alternext de la bourse ne sont plus obligés de s'engager à conserver une part de leurs actions. Sur le second marché, nous n'avons pas observé de résultats significatifs. Cela peut correspondre au fait que pour ces entreprises, il était absolument nécessaire que le dirigeant s'engage pour qu'elles puissent réaliser leur introduction en bourse. Sur l'ensemble des firmes de notre échantillon, la valeur est influencée positivement par la présence d'un engagement de conservation d'une ou plusieurs entreprises de capital-risque siégeant au conseil d'administration. Les pactes d'actionnaires, quant à eux, permettent un accroissement de la valeur de l'entreprise. Cela peut être dû au partage du contrôle qu'implique la mise en place d'un pacte d'actionnaires. Nous avons montré, dans le troisième chapitre, qu'une des motivations sous-jacente à l'instauration d'un pacte



pouvait être la volonté de transmettre le contrôle de la firme à une tierce partie postérieurement à l'introduction en bourse. Il est donc possible que les investisseurs anticipent cette cession future, ce qui pourrait expliquer l'effet positif observé. En effet, Healy, Palepu et Ruback (1992) indiquent que les cibles des acquisitions enregistrent une amélioration très nette de leurs performances.

Finalement, nous nous sommes interrogés sur l'évolution de la valeur postérieurement à l'introduction en bourse et plus précisément au moment où les engagements de conservation expirent. En théorie, il ne devrait y avoir aucun effet, puisque la date d'expiration est connue à l'avance par le marché. Nous avons observé globalement une réaction négative du cours de bourse à l'expiration des engagements de conservation. Nous avons montré que la réaction était différente en fonction du type d'actionnaires concernés. Lorsque l'engagement de conservation ne concerne que les entreprises de capital-risque, la réaction est négative et elle est accentuée par des volumes de transactions importants constatés ce jour. Il est possible que les investisseurs intègrent dans le cours de bourse la diminution du contrôle des dirigeants. Dans le cas des fondateurs, la réaction est positive et croissante avec les volumes de transactions du jour. L'on pourrait penser que le marché anticipe une réduction de prélèvement de bénéfices privés et en intègre l'effet positif sur la valeur de la firme. Ce résultat est cohérent avec ce que nous avons exposé dans les trois grands chapitres précédents, puisque nous avons observé que les engagements de conservation avaient un effet positif pour les entreprises de capital-risque et négatif pour les dirigeants. Nous avons finalement montré que la réaction était moins négative ou plus positive lorsque les possibilités d'expropriation étaient réduites. En effet, le rang de la banque introductrice, des options de croissance réduites et un conseil d'administration indépendant sont liés positivement à la réaction du cours de bourse. Finalement, un risque de surinvestissement important a une influence négative sur la réaction du cours de bourse.

Bien que nous ayons dégagé des résultats intéressants, les limites de notre travail sont nombreuses. La première limite inhérente à ce type de recherche concerne bien évidemment le caractère imparfait de nos mesures. Par exemple, le rang de la banque introductrice censé mesurer le prestige et la réputation des banques d'investissement sur le marché. Notre mesure correspond à une part de marché sur la période allant de 1991 à 2000. Bien que cette variable soit souvent significative dans nos recherches, elle ne correspond que très imparfaitement à la variable latente qu'elle est censée mesurer. Il en est de même pour l'indépendance du conseil d'administration, mesurée par le nombre d'administrateurs théoriquement externes à l'entreprise, c'est-à-dire n'y exerçant pas de fonction. Même si nous n'avons pas trouvé de lien en consultant la base de données DAFSALIEN, leur comportement peut être influencé par le dirigeant, et ce de diverses

manières. De plus, il est évidemment réducteur de penser que l'efficacité du conseil d'administration dépendrait uniquement de la présence d'administrateurs externes. En ce qui concerne les pactes, nous avons mesuré leurs effets sur la concentration du pouvoir des entreprises et sur la protection vis-à-vis des OPA hostiles, en considérant que tous les membres signataires votaient de la même manière. Il est bien évidemment possible qu'il existe des désaccords entre eux et que dans certains cas, la présence d'un pacte n'ait finalement que peu d'influence sur les comportements de ses membres. Dans le deuxième chapitre, nous avons mesuré la probabilité d'apparition d'un acquéreur par l'intensité des opérations de fusions et acquisitions qui avaient eu lieu dans le secteur d'une entreprise donnée dans les trois ans précédant son introduction en bourse. Évidemment, ce qui s'est passé dans la période précédant l'introduction en bourse ne se reproduira pas forcément après. Nous avons considéré que les dirigeants pouvaient être influencés par l'observation de cette variable, ce qui est une hypothèse délibérée de notre part. Finalement, à notre avis, une des plus grandes limites de ce travail concerne l'absence de prise en compte de l'endogénéité de plusieurs variables. De nombreuses recherches montrent que les différents mécanismes de gouvernance vont être mis en place en fonction de l'existence, de l'efficacité ou de l'inefficacité des autres mécanismes. La résolution de ce problème est complexe, car elle nécessite de disposer de bonnes variables instrumentales pour estimer des modèles d'équations simultanées. Nous n'avons notamment pas pris en compte l'endogénéité, bien mise en évidence par plusieurs études, entre la valeur de la firme et la structure de l'actionnariat. En effet, la valeur de la firme peut influencer la structure de l'actionnariat et par conséquent, il est aussi possible qu'elle détermine la mise en place d'un pacte d'actionnaires par exemple. En ce qui concerne le lien entre nos différentes études, nous avons montré que certains facteurs affectaient la présence des paramètres relatifs aux engagements contractuels ; il aurait été intéressant d'en tenir compte lorsque nous avons tenté d'évaluer leurs effets sur la valeur de la firme. Cela aurait pu être réalisé au moyen de la méthode des doubles moindres carrés, qui consiste à employer les modèles de régression déterminés dans les chapitres 1 et 2 pour prédire la probabilité d'occurrence des engagements contractuels et à utiliser cette valeur prédite comme variable dépendante dans nos régressions visant à expliquer la valeur de la firme. Cette technique est rendue complexe dans notre cas, car à la première étape de la méthode, nos variables dépendantes sont dichotomiques puisqu'elles modélisent la présence ou l'absence des engagements contractuels, tandis qu'à la deuxième étape, notre variable dépendante, la valeur de la firme, est continue. Bien évidemment, le lecteur ne manquera pas d'identifier d'autres limites aux recherches que nous présentons.

Notre travail pourra être avantageusement complété par une étude des performances à long terme de ces entreprises. En effet, il pourrait être intéressant de comparer la performance opérationnelle et financière à long terme des entreprises présentant des pactes avec celles qui n'en présentent pas, de manière à confirmer l'effet positif que nous avons observé. Concernant les engagements de conservation, il peut être possible de comparer la performance à long terme pendant les engagements avec celle qui a été réalisée après l'expiration. De plus, nos travaux suggèrent que les pactes d'actionnaires peuvent servir à négocier au mieux la cession d'un bloc de contrôle et aussi qu'ils peuvent être considérés comme un dispositif anti-OPA. Deangelo et Rice (1983) montrent que les dispositifs anti-OPA entraînent le paiement aux actionnaires de la cible d'une prime substantielle par rapport au cours de bourse. Quant à Zingales (1995), il affirme que la protection du contrôle sert à valoriser au mieux le prix d'un bloc de contrôle. Nos travaux pourront être avantageusement complétés par une étude de la prime payée lors des acquisitions observées sur notre échantillon, et en particulier par une comparaison des primes payées selon que les entreprises disposent d'un pacte ou non.

## **BIBLIOGRAPHIE**

- Aboudy D. et Lev B., 2000, "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains", *Journal of Finance*, vol. 55, 2747-2766.
- Agrawal A. et Knoeber C.R., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, 377-397.
- Allen F. et Faulhaber G.R., 1989, "Signaling by Underpricing in the Ipo Market", *Journal of Financial Economics*, vol. 23, 303-323.
- Amans-Labégorre F., 2003, *L'environnement informationnel des introductions en bourse*, Thèse de doctorat, Université Paris XII - Val de Marne.
- Ambarish R., John K. et Williams J., 1987, "Efficient Signaling with Dividends and Investments", *Journal of Finance*, vol. 42, 321-343.
- Andjiga N.-G., Chantreuil F. et Lepelley D., 2003, "La mesure du pouvoir de vote", *Mathématiques et Sciences Humaines*, vol. 163, 111-145.
- Balvers R.J., McDonald B. et Miller R.E., 1988, "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation", *Accounting Review*, vol. 63, 605-622.
- Banzhaf J., 1965, "Weighted Voting Doesn't Work : A Mathematical Analysis", *Rutger Law Review*, vol. 19, 317-343.
- Beatty R.P., 1989, "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings", *Accounting Review*, vol. 64, 693-709.
- Beatty R.P. et Ritter J.R., 1986, "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, 213-232.
- Beatty R.P. et Zajac E.J., 1994, "Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings", *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, 313-335.
- Bebchuk L.A., 1999, "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", *document de recherche*, Harvard Law School.
- Bebchuk L.A., Kraakman R.H. et Triantis G.G., 2000, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", in R. Morck, *Concentrated Corporate Ownership*.
- Bennedsen M. et Wolfenzon D., 2000, "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, 113-139.
- Berle A.A. et Means G.C., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, 2e éd., Ed. MacMillan.

- Bhattacharya S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, 259-270.
- Bhushan R., 1989, "Firm Characteristics and Analyst Following", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, 255-274.
- Bikhchandani S., Lippman S.A. et Ryan R., 2005, "On the Right-of-First-Refusal", *Advances in Theoretical Economics*, vol. 5, Article 4.
- Black F. et Scholes M., 1974, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 1, 1-22.
- Blazenko G.W., 1987, "Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure", *Journal of Finance*, vol. 42, 839-862.
- Bloch F. et Hege U., 2001, "Multiple Shareholders and Control Contest", *document de recherche*, Université Aix-Marseille et ESSEC Business School.
- Booth J.R. et Chua L., 1996, "Ownership Dispersion, Costly Information, and Ipo Underpricing", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, 291-310.
- Booth J.R. et Smith R.L., 1986, "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, 261-281.
- Bourbonnais R., 2002, *Econométrie*, 3e éd., Ed. Dunod.
- Bradley D.J., Jordan B.D., Ha-Chin Y. et Roten I.C., 2001, "Venture Capital and Ipo Lockup Expiration: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Research*, vol. 24, 465-493.
- Bradley D.J., Jordan B.D. et Ritter J.R., 2003, "The Quiet Period Goes out with a Bang", *Journal of Finance*, vol. 58, 1-36.
- Brau J.C., Carter D.A., Christophe S.E. et Key K.G., 2004, "Market Reaction to the Expiration of Ipo Lockup Provisions", *Managerial Finance*, vol. 30, 75.
- Brau J.C., Lambson V.E. et McQueen G., 2005, "Lockups Revisited", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, 519-530.
- Brav A. et Gompers P.A., 2003, "The Role of Lockups in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, vol. 16, 1-29.
- Brennan M.J., 1970, "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal*, vol. 23, 417-427.
- Brennan M.J. et Franks J., 1997, "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the Uk", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, 391-413.
- Brennan M.J. et Hughes P.J., 1991, "Stock-Prices and the Supply of Information", *Journal of Finance*, vol. 46, 1665-1691.

- Brennan M.J. et Subrahmanyam A., 1995, "Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets", *Journal of Financial Economics*, vol. 38, 361-381.
- Brown S.J. et Warner J.B., 1985, "Using Daily Stock Returns - the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 3-31.
- Caby J. et Hirigoyen G., 2001, *La création de valeur de l'entreprise*, Ed. Economica.
- Calvi-Reveyron M., 1999, "Risque De Surinvestissement, Signalisation Et Annonce Du Dividende : Le Cas Français", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, 115-145.
- Campbell J.Y., 1996, "Understanding Risk and Return", *Journal of Political Economy*, vol. 104, 298-345.
- Carter R. et Manaster S., 1990, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, vol. 45, 1045-1067.
- Carter R.B., Dark F.H. et Singh A.K., 1998, "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of Ipo Stocks", *Journal of Finance*, vol. 53, 285-311.
- Charreaux G., 1991, "Structure De Propriété, Relation D'agence Et Performance Financière", *Revue Economique*, vol. 42, 521-552.
- Charreaux G., 1995, "Mode De Contrôle Des Dirigeants Et Performance Des Firmes", *Revue d'Economie Industrielle*, hors série, 1er semestre, 135-172.
- Chatterjee S. et Hadi A.S., 2006, *Regression Analysis by Example*, 4e éd., Ed. Wiley.
- Chemla G., Habib M.A. et Ljungqvist A., 2007, "An Analysis of Shareholder Agreements", *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, 93-21.
- Chemmanur T.J., 1993, "The Pricing of Initial Public Offerings - a Dynamic-Model with Information Production", *Journal of Finance*, vol. 48, 285-304.
- Cho M.H., 1998, "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 47, 103-121.
- Choi A.H., 2007, "A Rent Extraction Theory of Right of First Refusal", *document de recherche*, Université de Virginie.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.R.H. et Lang L.H.P., 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, vol. 57, 2741-2771.
- Claessens S., Djankov S. et Lang L.H.P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, 81-112.
- Collins D.W. et Dent W.T., 1984, "A Comparison of Alternative Testing Methodologies Used in Capital-Market Research", *Journal of Accounting Research*, vol. 22, 48-84.
- Courteau L., 1995, "Under-Diversification and Retention Commitments in Ipos", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, 487-517.

- De Bondt W.F.M. et Thaler R., 1985, "Does the Stock-Market Overreact", *Journal of Finance*, vol. 40, 793-805.
- Deangelo H. et Rice E.M., 1983, "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 329-360.
- Degeorge F. et Derrien F., 2001, "Les Déterminants De La Performance Des Introductions En Bourse : Le Cas Français", *Banque & Marchés*, vol. 55, 8-18.
- Demsetz H., 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law & Economics*, vol.26, 375-390.
- Demsetz H. et Lehn K., 1985, "The Structure of Corporate-Ownership - Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1155-1177.
- Demsetz H. et Villalonga B., 2001, "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, 209-233.
- Dimson E., 1979, "Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading", *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 197-226.
- Downes D.H. et Heinkel R., 1982, "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues", *Journal of Finance*, vol. 37, 1-10.
- Edwards J.S.S. et Weichenrieder A.J., 2004a, "How Weak Is the Weakest-Link Principle? On the Measurement of Firm Owners' Control Rights ", *document de recherche*, Université de Cambridge et Université Goethe de Francfort.
- Edwards J.S.S. et Weichenrieder A.J., 2004b, "Ownership Concentration and Share Valuation", *German Economic Review*, vol. 5, 143-171.
- Eisenberg T., Sundgren S. et Wells M.T., 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, 35-54.
- Ellis K., Michaely R. et O'Hara M., 2000, "When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the Ipo Aftermarket", *Journal of Finance*, vol. 55, 1039-1074.
- Espenlaub S., Goergen M. et Khurshed A., 2001, "Ipo Lock-in Agreements in the Uk", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 28, 1235-1278.
- Faccio M. et Lang L.H.P., 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, 365-395.
- Fama E.F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, 288-307.
- Fama E.F. et Jensen M.C., 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, vol. 26, 301-325.

- Fama E.F. et Jensen M.C., 1985, "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 101-119.
- Faugeron-Crouzet A.M. et Ginglinger E., 2001, "Introduction En Bourse, Signal Et Émissions D'actions Nouvelles Sur Le Second Marché Français", *Finance*, vol. 22, 51-74.
- Felsenthal D.S. et Machover M., 1995, "Postulates and Paradoxes of Relative Voting Power - a Critical Reappraisal", *Theory and Decision*, vol. 38, 195-229.
- Felsenthal D.S. et Machover M., 1998, *The Measurement of Voting Power : Theory and Practice, Problems and Paradoxes*, éd., Ed. Edward Elgar.
- Ferris S.P., Haugen R.A. et Makhija A.K., 1988, "Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels - Evidence Supporting the Disposition Effect", *Journal of Finance*, vol. 43, 677-699.
- Field L.C., 1999, "Control Considerations of Newly Public Firms: The Implementation of Antitakeover Provisions and Dual Class Shares before the Ipo", *document de recherche*, SSRN.
- Field L.C. et Hanka G., 2001, "The Expiration of Ipo Share Lockups", *Journal of Finance*, vol. 56, 471-500.
- Field L.C. et Karpoff J.M., 2002, "Takeover Defenses of Ipo Firms", *Journal of Finance*, vol. 57, 1857-1889.
- Filatotchev I. et Bishop K., 2002, "Board Composition, Share Ownership, and Underpricing' of Uk Ipo Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 23, 941-955.
- Frankel R., Kothari S.P. et Weber J., 2006, "Determinants of the Informativeness of Analyst Research", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, 29-54.
- Gale I. et Stiglitz J.E., 1989, "The Informational Content of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, vol. 44, 469-477.
- Gaver J.J. et Gaver K.M., 1993, "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, 125-160.
- Ghicas D.C., Papadaki A., Siougle G. et Sougiannis T., 2008, "The Relevance of Quantifiable Audit Qualifications in the Valuation of Ipos", *Review of Accounting Studies*, vol. 13, 512-550.
- Godard L., 1997, "Conseil d'administration, systèmes de contrôle et d'incitation des dirigeants, et stratégie des entreprises", in Gérard Charreaux, *Le gouvernement des entreprises* (Paris, Economica).
- Goergen M., Renneboog L. et Khurshed A., 2006, "Explaining the Diversity in Shareholder Lockup Agreements", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 15, 254-280.



- Gomes A.R. et Novaes W., 2005, "Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism", *document de recherche*, Université de Washington et Université de Rio de Janeiro
- Gompers P. et Lerner J., 1998, "Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions", *Journal of Finance*, vol. 53, 2161-2183.
- Gompers P.A., 1995, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *Journal of Finance*, vol. 50, 1461-1489.
- Grinblatt M. et Hwang C.Y., 1989, "Signaling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, vol. 44, 393-420.
- Grossman S.J. et Hart O.D., 1988, "One Share One Vote and the Market for Corporate-Control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 175-202.
- Gujarati D., 2004, *Basic Econometrics*, éd., Ed. McGraw-Hill.
- Hachette I., 1994, *Opérations financières et transfert de richesse*, 1ère éd., Ed. Presses universitaires de France.
- Hamon J. et Jacquillat B., 1991, *Le marché français des actions : études empiriques 1997-1991*, Ed. Presse Universitaire de France.
- Harris M. et Raviv A., 1988, "Corporate Governance - Voting-Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 203-235.
- Harris M. et Raviv A., 1989, "The Design of Securities", *Journal of Financial Economics*, vol. 24, 255-287.
- Healy P.M., Palepu K.G. et Ruback R.S., 1992, "Does Corporate Performance Improve after Mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, 135-175.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S., 1988, "The Determinants of Board Composition", *Rand Journal of Economics*, vol. 19, 589-606.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S., 1991, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, vol. 20, 101-112.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G. et Palia D., 1999, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 53, 353-384.
- Hossain M., Ahmed K. et Godfrey J.M., 2005, "Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, 871-907.
- Hutchinson M. et Gul F.A., 2004, "Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, 595-614.
- Ibbotson R.G. et Jaffe J.F., 1975, "Hot Issue Markets", *Journal of Finance*, vol. 30, 1027-1042.

- Jain P.C., 1986, "Analyses of the Distribution of Security Market Model Prediction Errors for Daily Returns Data", *Journal of Accounting Research*, vol. 24, 76-96.
- James C. et Karceski J., 2006, "Strength of Analyst Coverage Following Ipos", *Journal of Financial Economics*, vol. 82, 1-34.
- Jensen M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate-Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.
- Jensen M.C., 1993, "The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems", *Journal of Finance*, vol. 48, 831-880.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976, "Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305-360.
- Jensen M.C. et Ruback R.S., 1983, "The Market for Corporate-Control - the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 5-50.
- Jensen M.C. et Warner J.B., 1988, "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 3-24.
- John K., 1987, "Risk-Shifting Incentives and Signaling through Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, vol. 42, 623-641.
- John K. et Williams J., 1985, "Dividends, Dilution, and Taxes - a Signaling Equilibrium", *Journal of Finance*, vol. 40, 1053-1070.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A., 2000, "Tunneling", *American Economic Review*, vol. 90, 22-27.
- Kaplan S.N. et Stromberg P., 2001, "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *American Economic Review*, vol. 91, 426-430.
- Kini O., Kracaw W. et Mian S., 1995, "Corporate Takeovers, Firm Performance, and Board Composition", *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, 383-412.
- Kole S.R., 1996, "Managerial Ownership and Firm Performance: Incentives or Rewards?" *Advances in Financial Economics*, vol. 2, 149-199.
- Krigman L., Shaw W.H. et Womack K.L., 2001, "Why Do Firms Switch Underwriters", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 245-284.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A., 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, vol. 54, 471-517.
- Leland H.E. et Pyle D.H., 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, 371-387.
- Lin S., Pope P.F. et Young S., 2003, "Stock Market Reaction to the Appointment of Outside Directors", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, 351-382.

- Lipton M. et Lorsch J.W., 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, vol. 48, 59-77.
- Loderer C. et Martin K., 1997, "Executive Stock Ownership and Performance - Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, 223-255.
- Lowry M. et Schwert G.W., 2002, "Ipo Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?" *Journal of Finance*, vol. 57, 1171-1200.
- Manne H.G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol. 73, 110.
- McConnell J.J. et Servaes H., 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 595-612.
- Meggison W.L. et Weiss K.A., 1991, "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, vol. 46, 879-903.
- Mello A.S. et Parsons J.E., 1998, "Going Public and the Ownership Structure of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, 79-109.
- Michaely R. et Shaw W.H., 1995, "Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?" *Financial Management*, vol. 24, 15-30.
- Michaely R. et Womack K.L., 1999, "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations", *Review of Financial Studies*, vol.12, 653-686.
- Mikkelson W.H. et Partch M.M., 1986, "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics*, vol.15, 31-60.
- Miller M.H. et Rock K., 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, vol. 40, 1031-1051.
- Miller M.H. et Scholes M.S., 1978, "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, 333-364.
- Modigliani F. et Miller H.M., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, vol.48, 261-297.
- Modigliani F. et Miller H.M., 1961, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, vol. 34, 411-433.
- Modigliani F. et Miller M.H., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, vol. 53, 433-443.
- Mohan N.J. et Chen C.R., 2001, "Information Content of Lock-up Provisions in Initial Public Offerings", *International Review of Economics & Finance*, vol. 10, 41-59.

- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988a, "Characteristics of Targets and Friendly Takeovers", in *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, A. J. Auerbach (Chicago, IL: University of Chicago Press, Chicago).
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988b, "Management Ownership and Market Valuation - an Empirical-Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 293-315.
- Myers S.C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, 147-175.
- Myers S.C. et Majluf N.S., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.
- Noe T.H., 1988, "Capital Structure and Signaling Game Equilibria", *Review of Financial Studies*, vol. 1, 331-355.
- Nowak E., Giancarlon G. et Peter R., 2004, "The Expiration of Mandatory and Voluntary Ipo Lock-up Provisions - Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt", in *Advances in Financial Economics* (JAI).
- Odean T., 1998, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance*, vol. 53, 1775-1798.
- Ofek E. et Richardson M., 2000, "Large the Ipo Lock-up Period: Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves", *document de recherche*, Stern School of Business.
- Powell R.G., 1997, "Modelling Takeover Likelihood", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, 1009-1030.
- Raheja C.G., 2005, "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, 283-306.
- Rediker K.J. et Seth A., 1995, "Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms", *Strategic Management Journal*, vol. 16, 85-99.
- Ritter J.R., 1984a, "The Hot Issue Market of 1980", *Journal of Business*, vol. 57, 215-240.
- Ritter J.R., 1984b, "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues - a Comment", *Journal of Finance*, vol. 39, 1231-1237.
- Ritter J.R. et Welch I., 2002, "A Review of Ipo Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, vol. 57, 1795-1828.
- Riva F. et Thauvron A., 2003, "Les offres publiques ont-elles un rôle disciplinaire ? Une étude des performances à long terme des cibles sur le marché français", *document de recherche*, CEREG, université Paris-Dauphine et IRG, université Paris XII - Val de Marne.

- Roosenboom P. et Schramade W., 2006, "The Price of Power: Valuing the Controlling Position of Owner-Managers in French Ipo Firms", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, 270-295.
- Roosenboom P. et van der Goot T., 2005, "The Effect of Ownership and Control on Market Valuation: Evidence from Initial Public Offerings in the Netherlands", *International Review of Financial Analysis*, vol. 14, 43-59.
- Rosenstein J., Bruno A.V., Bygrave W.D. et Taylor N.T., 1993, "The Ceo, Venture Capitalists, and the Board", *Journal of Business Venturing*, vol. 8, 99-113.
- Ross S.A., 1977, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, 23-40.
- Rydqvist K., 1986, "The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games", *document de recherche*, Economic Research Institute, Stockholm School of Economics.
- Scholes M., 1972, "The Market for Securities: Substitution Vs. Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices", *Journal of Business*, vol.45, 179-211.
- Schultz P., 1993, "Unit Initial Public Offerings - a Form of Staged Financing", *Journal of Finance*, vol. 48, 1115-1116.
- Shapley L., 1953, "A Value of N-Person Games", in H. Tucker Kuhn, A. Eds, *Contributions to the Theory of Games Ii* (Princeton, Princeton Univ. Press).
- Shapley L.S. et Shubik M., 1954, "A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System", *The American Political Science Review*, vol. 48, 787-792.
- Shefrin H. et Statman M., 1985, "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long - Theory and Evidence", *Journal of Finance*, vol. 40, 777-790.
- Shleifer A., 1986, "Do Demand Curves for Stocks Slope Down", *Journal of Finance*, vol. 41, 579-590.
- Shleifer A. et Vishny R.W., 1986, "Large Shareholders and Corporate-Control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, 461-488.
- Skinner D.J., 1993, "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice - Preliminary Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, vol.16, 407-445.
- Smith C.W. et Watts R.L., 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, vol.32, 263-292.
- Stulz R.M., 1988, "Managerial Control of Voting-Rights - Financing Policies and the Market for Corporate-Control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 25-54.
- Stulz R.M., 1990, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 3-27.

- Titman S. et Trueman B., 1986, "Information Quality and the Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, 159-172.
- Vernimmen P., 2005, *Finance D'entreprise*, éd., Ed. Dalloz.
- Weir C. et Laing D., 2002, "Friendly Takeovers in the Uk: An Agency Analysis", *document de recherche*, SSRN.
- Weisbach M.S., 1988, "Outside Directors and Ceo Turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 431-460.
- Welch I., 1989, "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, vol. 44, 421-449.
- White H., 1980, "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance-Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, vol. 48, 817-838.
- Willenborg M. et McKeown J.C.J.C., 2000, "Going-Concern Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, 279-313.
- Williams J.B., 1938, *The Theory of Investment Value*, éd., Ed. Harvard University Press.
- Williamson O.E., 1988, "Corporate-Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 43, 567-591.
- Wu Y.L., 2004, "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and Ceo Turnover: Evidence from Calpers' Corporate Governance Program", *Journal of Corporate Finance*, vol.10, 199-227.
- Yermack D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 185-211.
- Zaabar R., 2005, "Contestabilité Du Contrôle Et Performance Des Entreprises Européennes", *Banque & Marchés*, vol. 76, 1-13.
- Zingales L., 1994, "The Value of the Voting Right - a Study of the Milan Stock-Exchange Experience", *Review of Financial Studies*, vol. 7, 125-148.
- Zingales L., 1995, "Insider Ownership and the Decision to Go Public", *Review of Economic Studies*, vol. 62, 425-448.
- Zwiebel J., 1995, "Block Investment and Partial Benefits of Corporate-Control", *Review of Economic Studies*, vol. 62, 161-185.