

# L'introduction en bourse de filiales de groupes en Europe : motivations et conséquences \*

**Zoubeir Taktak**

IRG - Ecole Supérieure des Affaires  
Université Paris 12

**E**n dépit des coûts inhérents à l'introduction des sociétés en bourse, certains groupes d'entreprises n'hésitent pas à mettre leurs filiales sur le marché. Certes, la cotation en bourse procure une multitude d'avantages, notamment la diversification et l'élargissement des sources de financement, un apport de notoriété et une plus grande liquidité du patrimoine facilitant certaines opérations de restructuration (transmission de l'entreprise, désengagement d'actionnaires, opérations de fusions et d'acquisitions) et confortant éventuellement une politique d'incitation des dirigeants et des salariés en leur assurant une rémunération indexée sur les titres cotés. Par ailleurs la surveillance exercée par le marché financier, que ce soit par les organismes de contrôle ou par les analystes financiers, incite l'entreprise à la performance, rassure les investisseurs et facilite les opérations de croissance externe.

En contrepartie, la société introduite est appelée à faire face à des dépenses importantes englobant principalement : 1) les frais de restructuration préalables à l'opération, 2) des coûts explicites engagés au moment de l'introduction pour répondre aux obligations de communication financière et rémunérer les intermédiaires financiers et les organismes d'autorité et de contrôle du marché, 3) des dépenses récurrentes postérieures à l'introduction, telles que les frais de renforcement du département financier, le contrat de liquidité et les frais de communication financière, 4) et des coûts implicites induits par l'obligation de transparence, la sélection adverse et le risque de perte de contrôle de la société.

Ainsi, un groupe d'entreprises dont la société mère est cotée, qui bénéficie des avantages de la cotation et en supporte les coûts, n'est incité à introduire une filiale en bourse qu'en présence d'atouts nouveaux liés à cette cotation et inaccessibles à travers la société mère.

Cet article se propose de cerner les motivations et les conséquences financières de la mise sur le marché d'une filiale d'un groupe européen en bourse. Notre étude s'inscrit dans une démarche hypothético-déductive, et examine deux cadres d'analyse : la théorie du signal et la théorie de la latitude managériale.

Dans le cadre de la première, nous empruntons l'hypothèse de Nanda (1991) qui souligne que l'émission des titres d'une filiale est une stratégie vouée à contourner la sélection adverse. Les dirigeants préfèrent émettre les titres d'une filiale surévaluée que ceux d'une société mère sous-évaluée. Par ailleurs, nous examinons une deuxième hypothèse qui suppose que les dirigeants sont d'autant plus incités à faire coter une filiale que l'asymétrie d'information dans le secteur concerné est faible : il s'agit de profiter des fenêtres d'émissions, en référence à Bayless et Chaplinsky (1996) et Hand et Skantz (1999).

En référence à la théorie de la latitude managériale et à l'hypothèse de Allen et McConnell (1998), nous considérons que la société mère ne met une filiale sur le marché financier que si elle est financièrement contrainte, une décision conditionnée par une attitude opportuniste des dirigeants.

Pour étudier les motivations et les implications des introductions des filiales de groupes en Europe, nous avons réuni un échantillon de 51 filiales de groupes européens introduites en bourse entre 1985 et 2000. Conformément aux travaux anglo-saxons, nous relevons, à l'issue d'une étude d'événement à la date d'annonce une rentabilité anormale moyenne de +1,45 %. Toutefois, la réaction est significativement

---

\*Cet article fait suite au séminaire de recherche sur «Les introductions en bourse», organisé par l'Institut de recherche en gestion de l'Université Paris 12 qui s'est tenu au Palais Brongniart le 29 mars 2001. Nous avons publié un dossier sur ce séminaire dans le n° 55 de novembre-décembre 2001.

défavorable à l'annonce pour certains initiateurs. Par ailleurs, les filiales sont sous-évaluées à l'introduction. Ainsi, nos résultats infirment l'hypothèse du signal avancée par Nanda (1991).

En distinguant les périodes d'annonce correspondants à des périodes de forte activité des marchés, en référence à Bayless et Chaplinsky (1996), notre étude fait apparaître une relation positive entre l'activité du marché et la réaction à l'annonce, qui expliquerait les rentabilités anormales négatives pour certains titres. Une corrélation positive est également repérée entre l'activité du marché et les performances financières de l'initiateur. Nos résultats font ressortir l'importance du timing dans la décision d'introduction et de la réaction engendrée. Notre étude valide donc la deuxième hypothèse et souligne qu'un groupe de bonne qualité, relativement aux autres initiateurs, introduirait sa filiale dans un marché surévalué, de faible asymétrie d'informations, pour signaler sa performance.

Par ailleurs, en accord avec les résultats d'Allen et McConnell (1998) et conformément à la troisième hypothèse avancée, nous constatons que les initiateurs sont globalement surendettés relativement aux firmes comparables. La réaction du marché est alors négativement corrélée au niveau d'endettement. La mise sur le marché d'une filiale d'un groupe en Europe serait ainsi motivée par un surendettement de la société consolidée.

Dans une première section, nous exposons le cadre d'analyse et les hypothèses qui en découlent. L'échantillon étudié et les premières analyses statistiques sont présentés dans la deuxième section. La troisième section mesure l'impact sur les cours d'une société de l'annonce d'une introduction en bourse d'une filiale. La quatrième section s'interroge sur les raisons du choix d'introduire en bourse une filiale. La cinquième section étudie les facteurs explicatifs des réactions des cours de la société mère à l'annonce de l'opération. Enfin, la dernière section conclut ce travail et propose des extensions éventuelles à l'étude.

## I Cadre théorique et revue de littérature

L'annonce d'une émission d'actions véhicule généralement un effet défavorable sur les titres de l'émetteur [Masulis et Korwar (1986) et Eckbo et Masulis (1992) pour les Etats-Unis, Gajewski et Ginglinger (1998) pour la France]. L'introduction d'une filiale en bourse revêtant un caractère de financement et de restructuration, constitue une exception. Schipper et Smith (1986), Jongbloed (1994), Slovin et Sushka (1997), et Allen et McConnell (1998) distinguent, à l'issue de leurs études empiriques sur les émissions des titres des filiales, une rentabilité anormale positive pour la société mère d'environ 2 % autour de la date d'annonce. Ces auteurs expliquent cette création de richesse par différentes hypothèses. Schipper

et Smith (1986), appuyés par Jongbloed (1994), attribuent ce gain à trois facteurs : la volonté d'écarter une filiale à forte croissance d'une société mère à faible croissance et de lui assurer un financement séparé, la réduction de l'asymétrie d'informations et la restructuration incitative dans la politique de rémunération des dirigeants de la filiale. Nous examinons successivement l'hypothèse de Nanda (1991) et celle d'Allen et McConnell (1998).

### 1.1. L'asymétrie d'information et la valorisation des sociétés d'un groupe

Masulis et Korwar (1986) constatent, sur un échantillon de 690 émissions d'actions entre les années 1963 et 1980, une rentabilité anormale moyenne de -3.25 % à l'annonce de l'opération. La réaction défavorable du marché face aux émissions d'actions peut être expliquée par le modèle de Myers et Majluf (1984). Selon ces auteurs, l'existence d'asymétries d'informations entre les dirigeants et les investisseurs serait à l'origine de la réaction défavorable du marché. Agissant dans l'intérêt des actionnaires anciens, les dirigeants disposant d'une information favorable sur un projet d'investissement peuvent, dans certains cas, préférer renoncer à ce projet plutôt qu'émettre des actions sous-évaluées. L'approbation par les dirigeants d'une dilution du capital serait, dans ce cas, corrélée positivement à la surévaluation de la firme par le marché. Lors d'une émission d'actions, la firme subit alors le coût de la sélection adverse.

Nanda (1991) s'appuie sur le modèle de Myers et Majluf (1984) pour étendre ses implications à une structure de gouvernance société mère/filiale. L'auteur stipule que le choix d'abandonner un projet d'investissement ou de le financer par l'émission des actions de la filiale ou ceux de la société mère relève d'un différentiel d'informations sur les valeurs de ces firmes. En d'autres termes, lorsque les dirigeants de la société mère estiment que celle-ci est sous-évaluée (surévaluée) alors que la filiale est surévaluée (sous-évaluée), ils émettent les actions de la filiale (société mère). Ayant évité un coût élevé induit par la sélection adverse, lors d'une émission d'actions, et signalé au marché la sous-évaluation de la société mère, les titres de cette dernière sont appréciés favorablement par le marché et l'effet inverse est observé sur les titres de la filiale. En appliquant le constat de Nanda (1991) au cas d'une introduction d'une filiale en bourse, nous considérons que les dirigeants mettent sur le marché une filiale surévaluée pour éviter l'émission des actions sous-évaluées de la société mère. Par cette introduction, les dirigeants signalent au marché la sous-évaluation des actions de la société mère et la surévaluation de la filiale. La réaction à l'annonce serait ainsi favorable aux titres de la société mère et une surévaluation de la filiale serait constatée à l'introduction. Cette constatation fait alors l'objet de notre première hypothèse :

**H1.** *L'introduction en bourse d'une filiale signale que la société mère est sous-évaluée et la filiale surévaluée.*

Les dirigeants pourraient adopter une autre stratégie qui consiste à profiter d'une période favorable à l'émission des titres de la filiale. Une multitude de recherches reposent alors sur la variation de l'asymétrie d'informations pour expliquer le choix optimal de la date d'émission (timing). Myers et Majluf (1984) suggèrent que les firmes pourraient prévoir d'émettre des titres dans des périodes de faible asymétrie d'informations. Ils ajoutent que le choix d'émettre des titres dépend de facteurs spécifiques et macroéconomiques. L'importance du poids des conditions macroéconomiques dans le timing des émissions a été rapportée par Choe, Masulis et Nanda (1993). Ces mêmes auteurs soulignent que pendant les périodes d'expansion économique, les firmes auraient des projets d'investissements plus rentables et l'incertitude affectant les titres en place serait diminuée. En conséquence, le coût de la sélection adverse est réduit pendant ces périodes et les investisseurs seraient alors moins affectés par la surévaluation de certaines firmes. De même, Bayless et Chaplinsky (1996) stipulent que les émissions d'actions devraient se faire dans des périodes spécifiquement favorables, les fenêtres d'émissions pendant lesquelles les volumes d'émissions sont considérables, résultant en partie d'une réduction de l'asymétrie d'information. Durant ces périodes, les effets d'annonce sont moins négatifs. Hand et Skantz (1999), sur la base d'un échantillon de 265 émissions d'actions de filiales de sociétés-mères cotées sur la période 1981-1995, soulignent que le timing de l'émission des titres des filiales est corrélé à un pic de surévaluation du marché.

Nous en déduisons notre deuxième hypothèse :

**H2.** *La mise sur le marché d'une filiale se fait pour profiter d'une période favorable d'émission où le secteur concerné est surévalué par le marché.*

## **1.2. La théorie de la latitude managériale**

Selon Charreaux (1996), la question de gouvernement des entreprises englobe des mécanismes qui conditionnent les décisions des dirigeants et définissent leur espace discrétionnaire. La théorie de la latitude managériale est focalisée sur le comportement actif des dirigeants qui chercheraient à maximiser leur latitude discrétionnaire. Toutefois, cette latitude peut s'accorder au principe d'efficacité, comme l'indiquent Castanias et Helfat (1992) et Garvey et Swan (1994). Charreaux (1996) ajoute que «*si la latitude managériale peut conduire les dirigeants à faire prévaloir leurs propres objectifs au détriment de ceux des actionnaires, elle peut être une condition nécessaire à la création de la valeur.*»

Ainsi, les dirigeants de la société mère pourraient développer une stratégie d'enracinement, par une centralisation du pouvoir, afin de contrôler les fonds, les investissements, l'information et la croissance des

filiales. Ces dirigeants auraient tendance à adopter des politiques d'investissement sous-optimales pour ces filiales afin de maximiser leurs rentes.

Allen et McConnell (1998), s'appuyant sur les travaux de Lang, Poulsen et Stulz (1995), ont mis l'accent sur ce comportement opportuniste pour expliquer la motivation des dirigeants à émettre les titres d'une filiale. Ils font l'hypothèse que la rémunération des dirigeants est corrélée à la taille de la firme et au montant des actifs sous leur contrôle. Dans la mesure où l'introduction en bourse d'une filiale amènerait la réduction des actifs sous leur contrôle, ils n'ont en règle générale, aucun intérêt à procéder à ce type d'opérations. Selon Lang, Poulsen et Stulz (1995), les dirigeants ne céderont une partie de l'actif pour lever des fonds que lorsque les autres sources de financement sont plus coûteuses, en particulier lorsque la firme est trop endettée et peu performante. Par ailleurs, dans le cas d'une émission d'actions par une filiale, l'actif est cédé à un ensemble d'investisseurs et la société mère peut retenir une participation substantielle dans la filiale, contrairement à la cession d'un actif où l'opération se fait vis-à-vis d'un seul investisseur avec perte de contrôle à l'issue de la transaction.

Ainsi, lorsque la société mère présente des difficultés financières, un surendettement et de mauvaises performances, une émission des titres d'une filiale serait préférable à une cession d'actifs. Le dirigeant adopterait ainsi une stratégie protectionniste et opportuniste en profitant des ressources générées lors de la cotation de la filiale, même si c'est au détriment de l'intérêt de celle-ci. L'enracinement du dirigeant est dans ce cas efficace puisqu'il répond favorablement aux intérêts des actionnaires majoritaires de la filiale.

Conformément à cette théorie, Allen et McConnell (1998) trouvent que les sociétés-mère qui introduisent des filiales en bourse sont trop endettées, qu'elles ont des marges réduites et des rentabilités économiques faibles.

Notre troisième hypothèse peut alors être formulée de la manière suivante :

**H3.** *Des conditions financières contraignantes, un surendettement et une sous-performance poussent les dirigeants de la société mère à opter pour la cotation de la filiale.*

## **II Présentation des données**

Notre échantillon est composé de 51 filiales introduites sur les marchés réglementés entre 1985 et 2000. Il comporte des filiales de groupes européens dont les sociétés mère sont cotées au moment de l'opération. Nous considérons comme filiales des sociétés détenues à plus de 50 %.

Nous avons constitué un échantillon composé de 37 initiateurs et de 51 filiales mises sur le marché financier, sur la période 1983-2000. Pour la France,

cet échantillon résulte du croisement de la liste des introductions en bourse disponible dans les Bulletins mensuels de la Cob et de la base de données Dafsaliens, nous permettant d'identifier les filiales de sociétés cotées. Les dates d'annonce des introductions proviennent des bases de données presse (dépêches de l'Agence France Presse, le Financial Times et Les Echos). Pour les autres pays européens, les filiales introduites ont été identifiées directement à partir de la base de données presse.

Ainsi constitué, l'échantillon comporte des filiales introduites sur la période 1985-2000, avec au moins une introduction par année, sauf pour les années 1991 et 1993. 53 % des introductions étudiées se sont déroulées entre 1999 et 2000 (*tableau 1, panel 1*). Par ailleurs, 64 % des filiales étudiées sont françaises et les autres appartiennent à d'autres pays européens, à savoir la Grande-Bretagne, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne (*tableau 1, panel 2*). La mise sur le marché des filiales a touché tous les secteurs sur des périodes différentes. On distingue particulièrement 9 filiales qui appartiennent à la branche communication et dont les introductions ont eu lieu dans les années 1999 et 2000.

### III Introduction en bourse de filiales et performances des sociétés mères

Nous nous intéressons dans cette section à l'étude de l'effet de la restructuration considérée sur les performances des initiateurs. Nous nous focalise-

rons principalement sur l'impact des introductions autour de la date d'annonce et à la date de la concrétisation de l'opération.

#### 3.1. Performances des initiateurs autour de l'annonce de l'événement

Afin d'évaluer la réaction du marché à l'annonce d'une introduction d'une filiale en bourse, nous avons procédé à une étude d'événement. Après avoir vérifié l'absence d'opérations financières entamées à la même période que les introductions étudiées, nous avons déterminé la rentabilité anormale moyenne (RA)<sup>2</sup> autour de l'annonce et son niveau de significativité (*tableau 2*). Il s'agit de comparer la rentabilité effective des actions de la société mère autour de l'annonce, sur la période d'événement, à leur rentabilité «normale» en l'absence de cet événement. La norme utilisée pour estimer les rentabilités est le modèle du marché, où les rentabilités des marchés respectivement français, italien, allemand, espagnol et britannique sont calculées sur la base des indices SBF250, MIBTEL, DAX, IBEX et FTSE. Les paramètres du modèle du marché sont évalués sur la période d'estimation [-160, -40 jours] précédant la date d'annonce.

Sur la base des 51 introductions de filiales en bourse, il apparaît que les titres des initiateurs enregistrent globalement le jour de l'annonce une rentabilité anormale moyenne significativement positive de 1,45 %. Le marché français réagit en accord avec la tendance globale, avec une rentabilité anormale moyenne le jour de l'annonce plus importante et dont la valeur est de

**Tableau 1. Description de l'échantillon**

#### *Panel 1. Répartition annuelle des introductions considérées*

L'échantillon est composé de 51 filiales, appartenant à des groupes d'entreprises européens, introduites en bourse entre 1985 et 2000. On dénombre au moins une introduction par année sauf pour les années 1991 et 1993.

année	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	total
filiales introduites	1	1	2	2	1	1	1	3	2	3	1	6	13	14	51

#### *Panel 2. Répartition géographique des introductions considérées*

La répartition géographique de l'échantillon indique que la majorité (64%) des introductions étudiées concernent le marché français. Les groupes allemands, italiens, espagnols et anglais représentent respectivement 12%, 10%, 8% et 6% de l'ensemble de l'échantillon.

pays	effectif
France	33
Allemagne	6
Espagne	4
Italie	5
Grande Bretagne	3
total	51

**Tableau 2. Rentabilité anormale moyenne des titres des sociétés mères autour de la date d'annonce**

Les rentabilités anormales moyennes sont calculées à partir du modèle du marché dont les paramètres sont estimés sur l'intervalle [-160, -40] précédant la date d'annonce. La statistique utilisée pour tester la significativité de cette variable le jour  $t$  est le rapport de la rentabilité anormale moyenne le jour  $t$  par l'écart-type des rentabilités anormales moyennes sur la période d'estimation. La statistique adoptée suit la loi de Student.

Jours	RA globale	t-student
-5	0,27%	0,76
-4	0,09%	0,26
-3	-0,01%	-0,04
-2	0,20%	0,56
-1	0,06%	0,17
0	1,45%	4,05***
1	0,25%	0,70
2	-0,37%	-1,03
3	-0,04%	-0,11
4	0,10%	0,28
5	0,43%	1,20
N	51	

significatif \*\*\* : au seuil de 1%, \*\* : au seuil de 5%, \* : au seuil de 10%

1,85 % avec un risque d'erreur inférieur à 1 %.

La réaction du marché à la date d'annonce d'une introduction d'une filiale en bourse semble être globalement favorable. Néanmoins, on constate des performances négatives significatives pour certains initiateurs et une dispersion élevée des rentabilités anormales est constatée à l'annonce.

Les valeurs enregistrées sont comparables à celles indiquées dans les études anglo-saxonnes sur des émissions d'actions de filiales américaines. Schipper et Smith (1986) constatent, sur un échantillon de 76 émissions réalisées pendant la période 1963-1983, une rentabilité anormale moyenne cumulée (CRA) de +1,83 %, significative au seuil de 5 %, sur l'intervalle [-4,0]. Slovin et Sushka (1997) relèvent une rentabilité anormale cumulée de +1,91 %, significative au seuil de 1 %, sur l'intervalle [-1,0], à partir d'un échantillon de 38 émissions sur la période 1975-1993. De même, partant de 186 émissions d'actions par des filiales sur la période 1978-1993, Allen et McConnell (1998) trouvent que l'annonce de ces émissions génère une réaction de +1,90 % sur l'intervalle [-1,1]. Slovin, Sushka et Ferraro (1995) observent également, sur un échantillon de 32 émissions sur la période 1980-1991, une rentabilité anormale de +1,23 %, au seuil de 1 %, sur l'intervalle [0,1]. Et en référence à l'ensemble de notre échantillon, les valeurs des rentabilités anormales cumulées respectivement sur les intervalles [-4,0], [-1,0],

[-1,1] et [0,1] sont +1,79 % (significatif au seuil de 5 %), +1,51 % (au seuil de 1 %), +1,76 % (au seuil de 1 %) et +1,70 % (au seuil de 1 %).

Par ailleurs, nous notons un cumul significativement positif des rentabilités anormales moyennes sur six mois avant l'annonce d'une valeur égale à 7,96 %. Ce fait semble indiquer que les initiateurs auraient annoncé l'événement durant une période où le marché réagirait favorablement à ce type d'opérations.

### 3.2. Performances des initiateurs à la date d'introduction

Une étude d'événement autour de la date d'introduction elle-même révèle une performance cumulée négative à partir du troisième jour après l'événement (tableau 3). Ainsi, nous relevons une rentabilité anormale moyenne cumulée de -2,49 %, significative au seuil de 5 %, sur l'intervalle [0,5] et une valeur de -2,90 %, significative au seuil de 5 %, sur l'intervalle [0,9].

À l'introduction, le marché adopte une réaction défavorable qui s'apparente à celle observée lors d'une émission d'actions classique. Ainsi, partant d'un échantillon d'émissions d'actions françaises, Gajewski et Ginglinger (1998) indiquent une rentabilité anormale moyenne cumulée sur cinq jours, à partir de la date de réalisation de l'opération, significativement négative de -1,86 %.

Conformément à nos résultats, Hand et Skantz

(1997) distinguent une rentabilité négative des titres des initiateurs sur cinq jours à partir de la date d'introduction de leurs filiales. Ces auteurs suggèrent que la réaction défavorable à la date d'introduction est un revirement de la position favorable prise par le marché au moment de l'annonce, une attitude dont ils mettent en doute la rationalité.

### 3.3. Performances des filiales à l'introduction

Nous avons mesuré une sous-évaluation moyenne de 16 %, avec un écart-type de 2 %, du titre de la filiale sur une période de deux mois à partir de la première cotation. Cette sous-évaluation est estimée en comparant le cours du titre de la filiale au prix de l'offre<sup>3</sup>. Pour les filiales des groupes français, la sous-évaluation est en moyenne de 10 %, avec un écart-type de 2 %, une valeur moins importante que celle de l'ensemble de l'échantillon, néanmoins la différence des moyennes n'est pas significative.

Faugeron-Crouzet et Biais (1996) indiquent que la sous-évaluation à l'introduction sur le marché français dépend de la procédure d'introduction adoptée et que sa valeur la plus réduite, 9,31 %, est constatée dans le cas d'un placement. Sachant que 70 % des procédures d'introduction identifiées et utilisées dans notre échantillon sont accompagnées d'un placement garanti, la sous-évaluation relevée à l'introduction des filiales de groupes français est comparable à celle dénotée généralement sur le marché français. Bien que la sous-évaluation observée à l'introduction des filiales sur le marché français soit comparable à celle constatée généralement, l'hypothèse du signal relative au modèle de Nanda (1991) est infirmée par cette sous-évaluation.

## IV Les déterminants du choix de l'introduction d'une filiale en bourse

L'examen des rentabilités anormales cumulées autour de la date d'annonce révèle l'existence d'une réaction défavorable significative pour certains initiateurs. Pour expliquer cette tendance inverse à l'évolution globale des CRA, on s'est référé à certaines variables relatives aux performances financières antérieures des initiateurs et aux caractéristiques de l'offre et de la filiale introduite.

### 4.1. Influence de l'appartenance sectorielle

Les résultats du *tableau 4* montrent que le marché est favorable aux introductions des filiales pour certains secteurs et ne l'est pas pour d'autres. En effet, dans des secteurs comme la communication, la production de biens de consommation (textile, pharmacie et cosmétique) et la distribution, la réaction est significativement positive, ce qui n'est pas le cas pour le

**Tableau 3. RA et CRA des titres des initiateurs autour de la date d'introduction**

Jours	t-student	CRA	t-student	RA globale
-5			-1,50	-0,58%
-4			0,11	0,04%
-3			0,33	0,13%
-2			-0,31	-0,12%
-1			-0,28	-0,11%
0	-0,74	-0,28%	-0,74	-0,28%
1	-1,50	-0,82%	-1,39	-0,53%
2	-1,18	-0,79%	0,08	0,03%
3	-2,11**	-1,63%	-2,17**	-0,84%
4	-2,59**	-2,23%	-1,57	-0,61%
5	-2,63**	-2,49%	-0,65	-0,25%
6	-2,14**	-2,19%	0,78	0,30%
7	-2,11**	-2,30%	-0,30	-0,12%
8	-2,15**	-2,49%	-0,47	-0,18%
9	-2,38**	-2,90%	-1,08	-0,42%
N				46

significatif \*\*\* : au seuil de 1%, \*\* : au seuil de 5%, \* : au seuil de 10%

secteur financier, considéré comme plus traditionnel, où le marché est significativement défavorable. Néanmoins, la variation de la réaction du marché selon l'appartenance sectorielle pourrait s'expliquer par l'état et l'intensité de l'activité du secteur au moment de l'introduction.

### 4.2. Influence du timing

La polarité de la réaction du marché à l'annonce, selon les secteurs d'activités des filiales introduites, serait à l'origine du choix de la date d'introduction (timing) de la filiale. Le secteur relatif à une introduction annoncée dans une période chaude, où une asymétrie d'information réduite permet aux firmes de meilleure qualité de signaler leurs performances au marché, serait surévalué. En conséquence, la réaction du marché serait plutôt favorable à l'annonce de la cotation d'une filiale dont le secteur est surévalué, et vice-versa.

Bayless et Chaplinsky (1996) supposent l'existence de fenêtres d'émissions, des périodes favorables aux émissions qui résultent en partie de la réduction de l'asymétrie d'informations. Les auteurs déterminent alors les périodes favorables d'émissions – les périodes

chaudes – à partir des volumes mensuels d'émission historiques qu'on classe soit par valeur nominale, soit par valeur réelle, soit enfin en rapportant la valeur nominale des émissions mensuelles à la valeur des fonds propres en place à la fin du même mois. Une période chaude est une période où les moyennes mobiles des volumes d'émissions sur trois mois consécutifs dépassent le troisième quartile d'une distribution des volumes émis pendant la période 1968-1990. Cette méthodologie diffère de celles de Ritter (1984) qui détermine les périodes chaudes comme des périodes pour lesquelles les rentabilités des émissions sont élevées et de Choe, Masulis et Nanda (1993) qui repèrent les périodes chaudes à partir des cycles économiques.

Afin d'étudier l'influence de l'état du secteur et le timing sur la réaction du marché, nous avons considéré dans un premier temps deux types de périodes, chaude et froide, où la période chaude est établie selon la définition de Bayless et Chaplinsky (1996). La notion de marché froid adoptée est associée aux périodes non chaudes.

Une comparaison univariée entre les rentabilités anormales moyennes selon l'état pré-annonce du secteur affiche une différence significativement non nulle entre une RA positive de 3,8 % dans les périodes chaudes d'émissions et une RA de -2,2 % en dehors de ces périodes (tableau 5, panel 1). Les cumuls des rentabilités en excès sur trois, six et douze mois avant l'annonce indiquent que la réaction du marché vis-à-vis des titres des sociétés-mère est dépendante de l'état des secteurs d'activité associés à leurs filiales (figure 1). Ainsi, lorsque des firmes appartenant aux mêmes secteurs d'activité que les filiales introduites sont surévaluées, le marché réagit favo-

ablement aux titres des initiateurs. On observe alors des rentabilités anormales cumulées sur trois et six mois avant l'annonce respectivement de 8,7 % et 15,4 %, des valeurs plus importantes que celles enregistrées en dehors des périodes chaudes, respectivement de -10,9 % et -7,7 %, les écarts sont significativement différents de zéro au risque de 5 %. Cette observation est partagée par Choe et al. (1993) qui soulignent que le volume relatif des émissions d'actions <sup>4</sup> pendant le mois de l'annonce est corrélé positivement aux rentabilités anormales autour de l'événement.

Le panel 2 du tableau 5 montre que les initiateurs qui procèdent à la cotation de leurs filiales pendant les périodes chaudes présentent un moindre endettement et bien que non significativement, de meilleures performances financières. En effet, le taux d'endettement est plus élevé pour les initiateurs qui annoncent l'introduction en dehors des périodes chaudes, avec une valeur moyenne de 78,9 %, que pour ceux dont l'annonce se fait pendant ces périodes et dont le taux d'endettement est en moyenne de 67,1 %, avec une différence significativement non nulle. De même, la variation du taux d'endettement sur les deux années fiscales qui précèdent l'annonce est en moyenne décroissante de -1,5 % pour les initiateurs ayant fait l'annonce pendant les périodes chaudes, alors que le ratio a connu une croissance moyenne de 17,7 % pour les autres initiateurs, l'écart entre les moyennes étant significatif. De surcroît, on peut signaler, bien que les écarts ne soient pas significatifs, que pour le premier groupe d'initiateurs les moyennes des rentabilités économiques et des rentabilités financières sont plus importantes et la moyenne des capacités de remboursement est plus faible.

Nos résultats sont ainsi conformes à ceux de Bayless et Chaplinsky (1996), qui indiquent que pendant les périodes de forte activité où les volumes d'émissions sont élevés, les émetteurs sont en moyenne moins endettés et moins risqués que ceux ayant émis des actions pendant les périodes froides.

En accord avec ce qui précède, Hand et Skantz (1999) estiment que les introductions des filiales en bourse sont planifiées de façon à profiter des pics dans des marchés surévalués. Ceci se traduit par une rentabilité du marché avant l'introduction supérieure à sa valeur prévisionnelle, une rentabilité du marché avant l'introduction plus élevée qu'après, et enfin une décroissance de la rentabilité du marché juste après la

**Tableau 4. Impact de l'apparence sectorielle sur la réaction du marché à la date d'annonce**

activité de la filiale	RA	t-student	N
Biens de consommation(textile-pharmacie/cosmétique)	1,32%	4,61***	2
Biens d'équipements(mécanique, électricité, électronique)	0,67%	2,13	7
Communication/diffusion(internet)	4,31%***	13,53***	11
Construction	1,07%	0,60	1
Distribution	2,40%***	6,05***	6
Energie	5,66%	3,54	1
Imprimerie/édition	0,14%	0,11	2
Informatique	2,1%	0,73	1
Produits de base (chimie, bois, papier)	0,36%	0,31	3
Société d'investissement	5,43%	2,81	2
Assurances	-0,03%	1,78	5
Société financière	-2,00%***	-5,66**	5
Environnement/services collectifs	-7,2%	-2,92	1
Industrie agroalimentaire	-0,25%	0,55	3

significatif \*\*\* : au seuil de 1%, \*\* : au seuil de 5%, \* : au seuil de 10%

**Tableau 5. Timing, réaction à l'annonce et performances antérieures des initiateurs**

Les variables du panel 1 sont : Marché chaud : période de trois mois antérieure à l'annonce pendant laquelle la moyenne mobile sur trois mois des volumes d'émissions appartient au quartile le plus élevé de la distribution des volumes sur les trois années antérieures à l'annonce ; Marché froid : en l'absence d'un marché chaud ; RA : rentabilité anormale moyenne à la date de l'annonce ; CRA [-60,-1] : rentabilités anormales cumulées sur 3 mois avant l'annonce ; CRA [-120,-1] : rentabilités anormales cumulées sur 6 mois avant l'annonce ; CRA [-240,-1] : rentabilités anormales cumulées sur 12 mois avant l'annonce.

Les variables du panel 2 sont : TE : taux d'endettement, c'est le rapport de l'ensemble des dettes sur le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération ; VARTE : la variation du taux d'endettement sur les deux exercices précédant l'annonce ; RE : rentabilité économique, correspond au rapport de l'excédent brut d'exploitation sur le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération ; RF : rentabilité financière, correspond au rapport du résultat net sur les capitaux propres de l'exercice fiscal précédant l'opération ; MNET : marge nette, c'est le rapport du résultat net sur le chiffre d'affaires de l'exercice fiscal précédant l'opération ; CRB : capacité de remboursement, le rapport des dettes à long et moyen terme sur la capacité d'autofinancement de l'exercice fiscal précédant l'opération.

*Panel 1.*

	Marché chaud	N	Marché froid	N	t-student (différence de moyenne)
RA	3,8%	26	-2,2%	16	4,673***
CRA [-60,-1]	8,5%	26	-10,8%	16	2,419**
CRA [-120,-1]	15,2%	26	-7,6%	16	2,688**
CRA [-240,-1]	8,5%	26	-5,7%	16	1,12

*Panel 2.*

	Marché chaud	N	Marché froid	N	t-student (différence de moyenne)
TE	67,1%	24	78,9%	16	-2,046**
VARTE	-1,5%	16	17,7%	12	-1,792**
RE	9,0%	26	5,9%	16	1,097
RF	11,1%	25	7,8%	15	0,823
MNET	6,5%	23	6,5%	16	0,003
CRB	31,79	25	61,80	16	-1,233

concrétisation de l'événement. Nos résultats indiquent que le cumul des rentabilités anormales moyennes des indices sectoriels (CRAIS), déterminées sur la base de la méthode de la moyenne, sur six mois avant l'annonce est significativement positif (5,81 %), alors que le CRAIS sur une année après l'annonce est significativement négatif (-23,33 %). Par ailleurs, en considérant les deux types de périodes définies précédemment, nous constatons que dans le cas d'une période chaude, le CRAIS suit la tendance globale - positif sur six mois avant l'annonce (14,10 %, avec un risque d'erreur de 1 %) et négatif sur

une année après (-21,43 %, significatif au seuil de 1 %). Toutefois, en dehors des périodes chaudes, le CRAIS n'est pas particulièrement positif avant l'annonce, mais il adopte une tendance significativement négative postérieurement (*tableau 6, panel 1*).

Par ailleurs, la comparaison des CRAIS spécifiques à chaque filiale, sur six mois et une année, autour de l'annonce affiche un écart significatif entre une moyenne positive des CRAIS avant l'annonce et une moyenne négative après (*tableau 6, panel 2*).

Le panel 3 du *tableau 6* montre que la réaction du

**Tableau 6. Timing et performance sectorielle autour de l'annonce**

Les variables considérées sont : Marché chaud : période de trois mois antérieure à l'annonce pendant laquelle la moyenne mobile sur trois mois des volume d'émissions appartient au quartile le plus élevé de la distribution des volumes sur les trois années antérieures à l'annonce ; Marché froid : en l'absence d'un marché chaud ; CRAIS [-120,-1] : rentabilités anormales cumulées de l'indice sectoriel relatif à l'activité de la filiale introduite sur 6 mois avant l'annonce ; CRAIS [1,120] : rentabilités anormales cumulées de l'indice sectoriel relatif à l'activité de la filiale introduite sur 6 mois après l'annonce ; CRAIS [1,240] : rentabilités anormales cumulées de l'indice sectoriel relatif à l'activité de la filiale introduite sur 12 mois après l'annonce ; RA : rentabilité anormale moyenne des actions des initiateurs à l'annonce. Les valeurs des indices sectoriels sont relevées sur la base de données Datastream.

Pour certaines filiales, les valeurs des indices sectoriels relatifs ne sont pas disponibles pendant les trois années antérieures à la date d'annonce, pour la détermination des distributions et des quartiles, particulièrement pour les annonces précédant l'année 1990. Pour d'autres filiales, les indices sectoriels correspondants ne sont pas disponibles. L'échantillon est de ce fait limité à 38 filiales.

*Panel 1.*

Performance de l'indice sectoriel	Globale	Marché chaud	Marché froid
CRAIS [-120,-1]	5,81%*	14,10%***	-2,47%
CRAIS [1,120]	-5,23%	-3,68%	-6,78%
CRAIS [1,240]	-23,33%***	-21,43%***	-25,24%***
N	38	24	14

*Panel 2.*

CRAIS [-240,-1]	N	CRAIS [1,240]	N	t-student (différence)
1,1%	38	-22,2%	38	2,352**
CRAIS [-120,-1]	N	CRAIS [1,120]	N	t-student
7,2%	38	-4,7%	38	1,695**

*Panel 3.*

	CRAIS [-60,-1] positif	N	CRAIS [-60,-1] négatif	N	t-student (différence)
RA	3,3%	24	0,2%	14	-2,005**

marché à l'annonce est significativement plus importante lorsque le secteur présente une bonne performance sur les trois mois qui précèdent l'événement. Choe et al. (1993) avancent que l'accroissement de l'indice de marché sur les 75 jours boursiers antérieurs à l'annonce d'une émission de titres peut être interprétée comme une révision des prédictions faites par le marché sur la situation économique, ce qui aura pour conséquence une réduction de l'effet de la sélection adverse. Ceci expliquerait la réaction favorable à l'annonce d'une introduction en bourse

pendant ces périodes de faibles asymétries d'informations.

Nos résultats confirment la deuxième hypothèse proposée et indiquent que les initiateurs de bonne qualité introduisent leurs filiales dans des périodes associées à des pics de surévaluation dans les secteurs relatifs pour profiter d'un coût d'information réduit. La faible sous-évaluation constatée précédemment corrobore ce constat. Dans ce cas, la réaction à l'annonce est favorable.

**Tableau 7. Comparaison univariée des performances financières entre les initiateurs sujets à l'étude et un échantillon de contrôle par l'activité**

L'échantillon de contrôle est composé de firmes comparables aux initiateurs par le secteur d'activité, ayant le même code NAF à 4 caractères sinon le même code Datastream de niveau 6 (DS level 6 sector code). Les variables explicatives sont : RF : rentabilité financière, correspond au rapport du résultat net par les capitaux propres de l'exercice fiscal précédant l'opération ; RE : rentabilité économique, correspond au rapport de l'excédent brut d'exploitation par le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération ; TE : taux d'endettement, c'est le rapport de l'ensemble des dettes par le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération ; CRB : capacité de remboursement, le rapport des dettes à long et moyen terme à la capacité d'autofinancement de l'exercice fiscal précédant l'opération.

variable	Echantillon étudié	N	Echantillon de contrôle	N	t-student (différence de moyenne)
RF	13,13%	30	12,50%	91	0,04
RE	6,86%	30	6,01%	71	0,19
TE	65,57%	30	45,66%	88	3,62***
CRB	33,20	20	13,70	58	1,91*

significatif \*\*\* : au seuil de 1%, \*\* : au seuil de 5%, \* : au seuil de 10%

#### 4.3. Influence des performances financières de l'initiateur précédant l'annonce

Sur la base de l'hypothèse de Allen et McConnell (1998), on s'est référé à certains ratios financiers pour évaluer si la performance financière de l'initiateur influe sur la décision d'émettre les titres de la filiale. Ainsi, nous avons constitué un échantillon de contrôle formé d'entreprises appartenant au même secteur d'activité que les sociétés-mère objet de l'étude et n'ayant pas introduit de filiale en bourse, et ce en associant au moins deux entreprises comparables par société mère (même code NAF à 4 caractères). On a associé aux sociétés-mère dont on n'a pas pu recensé le code NAF ou qui présentent le code NAF 741J (administration d'entreprises) des firmes ayant le même code Datastream de niveau 6 (DS level 6 sector code). Ensuite, nous avons procédé à une comparaison univariée entre les deux échantillons sur la base des ratios financiers suivants : la rentabilité financière, la rentabilité économique, le taux d'endettement et la capacité de remboursement (tableau 7). Les ratios financiers utilisés sont calculés à partir des rapports annuels relatifs aux sociétés-mère introductrices et des bases de données Datastream, Diane et Amadeus

Les résultats montrent que les sociétés-mère qui introduisent leurs filiales en bourse présentent, l'année précédant l'opération, des moyennes des capacités de remboursement et des taux d'endettement significativement supérieurs à ceux de l'échantillon de contrôle.

De même, sur la base d'une étude similaire, Allen et McConnell (1998) dénotent un taux d'endettement significativement plus élevé pour les initiateurs relativement à un échantillon de firmes comparables par l'activité. Nos résultats mettent en évidence que les dirigeants seraient incités à émettre les titres de la filiale parce que l'endettement de la société mère l'empêche d'avoir accès à d'autres sources de financement.

Pour appuyer cette hypothèse, nous avons conduit sur les initiateurs et leurs comparables une régression logistique dont la variable dépendante est binaire et qui

**Figure.1. Evolution des rentabilités anormales cumulées selon l'état du marché au moment de l'annonce**



**Tableau 8. Régression logistique sur les ratios financiers, appliquée à l'ensemble des initiateurs et des firmes comparables**

La variable dépendante est une variable dichotomique prenant la valeur unitaire si la société-mère procède à la mise sur le marché de sa filiale. Les variables explicatives sont : RF : rentabilité financière, correspond au rapport du résultat net par les capitaux propres de l'exercice fiscal précédant l'opération ; RE : rentabilité économique, correspond au rapport de l'excédent brut d'exploitation par le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération ; TE : taux d'endettement, c'est le rapport de l'ensemble des dettes par le total de l'actif de l'exercice fiscal précédant l'opération.

variable explicative	Modèle 1	Modèle 2
RF	-4,375 <i>3,409*</i>	-3,704 <i>2,690*</i>
RE		0,385 <i>1,197</i>
TE	4,312 <i>13,256***</i>	4,079 <i>8,761***</i>
constante	-2,062 <i>7,368***</i>	-1,807 <i>4,029</i>
-2log-vraisemblance	83,731	69,091
pseudo-R-deux	0,522	0,477
N	76	63
Classification globale %	69,4	73,0
Classification des introductions %	72,4	80,6

en italique : test de Wald

prend la valeur unitaire si la firme a mis sur le marché une filiale. Les variables explicatives utilisées sont les ratios financiers RF, RE et TE (*tableau 8*).

Les résultats de la régression logistique corroborent les résultats trouvés précédemment et indiquent que les initiateurs sont des firmes plus endettées et moins rentables que celles qui n'ont pas introduit de filiales en bourse. Ces résultats confortent la troisième hypothèse selon laquelle l'introduction des filiales est une stratégie de financement pour surmonter un surendettement des initiateurs.

## V Les facteurs explicatifs de la réaction des cours de la mère à l'annonce de l'introduction d'une filiale

Contrairement aux résultats trouvés par Allen et McConnell (1998) et Powers (2000), nous constatons que le marché apprécie davantage, à l'annonce, les introductions dont la taille relative de la filiale est moins élevée. En scindant l'échantillon en deux groupes, en classant les firmes de part et d'autre de la valeur médiane de la taille relative de la filiale à celle de la société mère (mesurée

par le rapport de la valeur comptable des actifs de la filiale par la valeur comptable des actifs consolidés de la société mère), nous relevons une rentabilité anormale moyenne de 2,8 % pour les opérations de taille relative faible et 0,0 % pour les autres (écart significativement différent de zéro au seuil de 10 %).

Par ailleurs, en classant les firmes selon le pourcentage du capital introduit en bourse et conformément aux résultats trouvés par Byers, Lee et Opler (1996), le marché réagit plus favorablement lorsque ce pourcentage est plus faible (rentabilité anormale moyenne de 3,0 % contre 0,1 %, significatif au seuil de 10 %). Byers, Lee et Opler (1996) indiquent que la part d'actions détenues par la société mère est un signal de la qualité de la firme et de ses performances futures. La réaction du marché est beaucoup plus défavorable lorsque la mère cède une part importante de sa participation dans la filiale introduite, en préférant échanger des titres surévalués contre des liquidités.

Nous avons mené d'autres analyses univariées sur d'autres variables, à savoir une variable binaire relative au lien entre l'activité de la filiale et celle de la société mère, la taille de l'initiateur exprimé par le logarithme du total de l'actif et sa croissance exprimée par la variation de son chiffre d'affaires sur les deux années anté-

rieures à l'annonce. Toutefois, une comparaison des rentabilités anormales moyennes selon les modalités de ces variables n'a pas décelé un écart significatif et donc pas d'impact sur la réaction du marché à l'annonce.

Une analyse multivariée complète cette analyse. Les résultats des régressions multiples du *tableau 9* corroborent le fait que la réaction à l'annonce dépend principalement du timing et du niveau d'endettement antérieur.

La rentabilité anormale moyenne à l'annonce est d'autant plus favorable que le taux d'endettement est faible (*tableau 9, modèle 1*). Par ailleurs, le cumul des rentabilités anormales moyennes sur les six mois précédant l'événement est corrélé positivement à la réaction du marché à l'annonce (modèle 2). Un résultat contraire à celui constaté pour les émissions d'actions, pour lesquelles la réaction à l'annonce est de signe inverse à celui des rentabilités précédentes et qui va à l'encontre de l'hypothèse d'asymétrie d'information. Lucas et McDonald (1990) trouvent que les émissions d'actions, dont la réaction à l'annonce est défavorable, sont en moyenne précédées par une croissance anormale des cours. Les auteurs expliquent cette observation par le fait que les firmes s'estimant sous-évaluées diffèrent l'émission d'actions jusqu'à l'obtention d'un cours élevé. Cependant, une introduction d'une filiale en bourse se distingue d'une émission d'actions ordinaire, comme le précisent Schipper et Smith (1986), par le fait qu'elle permet, outre le recours au financement par le marché financier, un financement séparé de la filiale, la valorisation de celle-ci et un apport informationnel plus spécifique, ainsi qu'une évaluation et une rémunération plus appropriée des managers de la filiale. Cette opération revêt à la fois l'aspect d'une émission d'actions ordinaire – associée à une réaction négative à l'annonce – et d'une distribution des actions de la filiale sous forme de dividendes aux anciens actionnaires (spin-off) – associée à une réaction favorable à l'annonce. Vijh (2001) appuie cette idée et souligne, tout en rejetant l'hypothèse d'asymétrie d'informations de Nanda (1991), que la rentabilité observée à l'annonce est associée au désinvestissement partiel réalisé par la cotation de la filiale. Ainsi, nous attribuons les performances positives des initiateurs, avant et au moment de l'annonce, aux gains apportés, en termes de restructuration et de financement, par la cession partielle de la filiale pendant une période chaude où le coût de l'information est réduit, conformément à la deuxième et la troisième hypothèses proposées. Ceci est d'autant plus vrai que le cumul des rentabilités anormales moyennes sur les six mois précédant l'annonce est positivement corrélée à l'activité du marché (résultat non indiqué dans les tableaux). Aussi, les résultats montrent qu'à la date d'annonce, le marché est favorable à l'existence de périodes chaudes où les volumes d'émission et les rentabilités anormales des indices sectoriels sont élevés (modèles de 3 à 7). D'autre part, la réaction à l'annonce est mieux expliquée par le timing (en termes d'existence d'une période chaude (MCHD) ou des performances des indices sectoriels avant l'annonce (CRAIS [-120,-1]))

que par la performance antérieure du titre de l'initiateur (CRA [-120,-1]). En effet, le modèle 2 présente un pouvoir explicatif très faible (R-deux ajustée de 0,030) vis-à-vis des modèles 3 et 4 (R-deux ajustée respectivement de 0,113 et 0,311). Par ailleurs, nous constatons que l'existence d'une période chaude explique mieux la réaction du marché que la rentabilité en excès des indices sectoriels. Ceci est révélé par l'accroissement du pouvoir explicatif (R-deux ajusté) qui passe de 0,113 dans le modèle 7 à 0,311 dans le modèle 4.

Notons que l'influence négative du pourcentage des capitaux introduits et de la taille relative, illustrée précédemment par des comparaisons univariées, est observable aussi dans les régressions multiples, mais dans ce cas l'effet n'est pas significatif. De surcroît, le pourcentage des capitaux levés semble avoir un pouvoir d'explication légèrement supérieur à celui fourni par la taille relative (modèles 5 et 6).

Une corrélation significativement positive des montants des capitaux émis avec la rentabilité anormale moyenne à l'annonce est également détectée dans le modèle 8. Le marché serait alors plus intéressé par une introduction qui procurerait davantage de fonds à un initiateur surendetté. Allen et McConnell (1998) soulignent que la réaction favorable à l'annonce est observée (+6,63 %) lorsque des firmes surendettées mettent en bourse leurs filiales pour alléger leurs dettes et que la réaction inverse (-0,01 %) est constatée lorsque les fonds collectés sont retenus à des fins d'investissements.

Le fait qu'un groupe soit français n'a pas d'impact notable sur l'évolution des rentabilités anormales à l'annonce (modèle 1).

## VI Conclusion

Notre étude des motivations et des implications des cotations multiples au sein des groupes européens nous a amené à examiner trois hypothèses. La première s'accorde avec le modèle de Nanda (1991) et suppose que les dirigeants ne sont incités à la mise sur le marché financier d'une filiale que pour profiter de sa surévaluation, évitant ainsi le coût de la sélection adverse à l'émission des actions la société mère. Nos résultats, comparables à ceux des études anglo-saxonnes, enregistrent une réaction moyenne significativement positive à l'annonce. Néanmoins, une tendance défavorable significative pour certains initiateurs et une sous-évaluation des filiales à l'annonce permettent de rejeter cette première hypothèse.

La deuxième hypothèse rejoint celle de Bayless et Chaplinsky (1996) et de Hand et Skantz (1999). La mise sur le marché d'une filiale serait dans ce cas conditionnée par un timing pour profiter d'une période de forte activité boursière, pendant laquelle l'asymétrie d'informations est faible et le marché est surévalué. En accord avec cette hypothèse, notre étude montre que la polarité de la réaction à l'annonce est corrélée au timing des introductions et à

la qualité des initiateurs. Aussi, le marché est favorable pour la cotation des filiales pendant les périodes de forte activité, périodes chaudes pendant lesquelles l'asymétrie d'information est faible, signalant des initiateurs plus performants.

Conformément aux propos de Allen et McConnell (1998), la troisième hypothèse stipule que les dirigeants n'acceptent de réduire le volume des actifs contrôlés

qu'en cas de contraintes financières. Les initiateurs seraient alors considérés comme sous-performants et spécifiquement surendettés. Nos résultats, en accord avec cette hypothèse, montrent que les initiateurs sont significativement plus endettés que les firmes comparables n'ayant pas procédé à l'introduction en bourse d'une filiale. La mise sur le marché d'une filiale serait ainsi une alternative de financement face un endette-

**Tableau 9. Régression de la réaction du marché vers des variables explicatives liées à la performance financière, l'activité, la taille et les modalités de l'opération**

En prenant la précaution d'éviter l'intégration de variables corrélées dans chaque modèle, la variable dépendante considérée est la rentabilité anormale moyenne des titres des initiateurs le jour de l'annonce. Les variables explicatives considérées sont : O des variables liées aux performances financières antérieures des initiateurs : RE : la rentabilité économique enregistrée au terme de l'année fiscale précédant l'annonce ; CRB : la capacité de remboursement enregistrée au terme de l'année fiscale précédant l'annonce ; TE : le taux d'endettement enregistré au terme de l'année fiscale précédant l'annonce ; VMVC : la valeur de marché rapportée à la valeur comptable enregistrée au terme de l'année fiscale précédant l'annonce ; CRA [-120,-1] : la rentabilité anormale moyenne cumulée de l'initiateur sur six mois avant l'annonce. O des variables liées au timing : MCHD : une variable binaire prenant la valeur unitaire si le marché est chaud (période de trois mois antérieure à l'annonce pendant laquelle la moyenne mobile sur trois mois des volumes d'émissions appartient au quartile le plus élevé de la distribution des volumes sur les trois années antérieures à l'annonce) ; CRAIS [-120,-1] : la rentabilité anormale moyenne des indices sectoriels sur six mois ; O une variable liée à la taille de la filiale : TRELAT : la taille relative de la filiale qui est le rapport de la valeur comptable du total de l'actif de la filiale par celle de la société-mère ; O des variables relatives à l'offre : PGCE : le pourcentage des capitaux introduits, c'est le rapport du nombre d'actions introduites par le nombre total d'actions composant le capital de la filiale ; MTCE : le montant des capitaux mis sur le marché (en millions d'Euro) O une variable dichotomique (FR) exprimant l'appartenance géographique des initiateurs et qui prend la valeur unitaire si ceux-ci sont français.

variable explicative	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
RE					-0,030 (-0,190)	-0,049 (-0,319)		
CRB							-0,013 (-0,086)	0,021 (0,113)
TE	-0,299 (-2,035)**							
VMVC		-0,026 (-0,148)	0,017 (0,100)	0,027 (0,181)				
MCHD				0,596 (3,935)***	0,557 (3,465)***	0,544 (3,515)***	0,534 (3,374)***	
TRELAT						-0,036 (-0,235)	-0,039 (-0,249)	
MTCE								0,459 (2,436)**
PGCE					-0,018 (-0,109)			
CRA [-120,-1]		0,305 (1,714)*						
CRAIS [-120,-1]			0,413 (2,400)**					
FR	0,174 (1,187)							
F	2,730*	1,491	2,905*	7,780***	4,208**	4,284**	4,012**	3,017*
R	0,343	0,301	0,415	0,598	0,557	0,548	0,542	0,456
R-deux ajusté	0,074	0,030	0,113	0,311	0,237	0,230	0,220	0,139
N	44	33	31	31	32	34	33	26

Entre parenthèses : t de Student  
significatif \*\*\* : au seuil de 1%, \*\* : au seuil de 5%, \* : au seuil de 10%

ment élevé des groupes.

Le présent article peut être complété par l'étude de l'intérêt porté par les analystes financiers à ce type de restructurations dans les groupes européens et estimer la réduction éventuelle de l'asymétrie d'information qui en découle. En outre, il serait intéressant d'évaluer les implications de cette opération sur les plans d'incitations

des managers des filiales et sur les performances des concurrents et des autres filiales du groupe. De même, la distribution des fonds collectés, la rotation des dirigeants et le différentiel de croissance entre la société mère et sa filiale pourraient être introduits comme variables explicatives de la réaction à l'annonce. ■

<sup>1</sup> Les sociétés mères détiennent souvent un pourcentage plus important de droits de vote (supérieur à 50%). Néanmoins, le taux de droits de vote n'étant pas disponible dans les bases de données consultées, nous avons eu recours au pourcentage de participation dans le capital.

<sup>2</sup> La rentabilité anormale moyenne à la date  $t$  est estimée par :  $RA_t = \sum RA_{it}/N$ , où  $N$  est la taille de l'échantillon,  $RA_{it} = Rit - ai - bi Rmt$ ;  $Rit$  étant la rentabilité du titre  $i$  le jour  $t$  déterminée par  $\text{Log} [(Cit+Dit)/Ci(t-1)]$ ,  $Cit$  est le cours de clôture du titre  $i$  le jour  $t$  et  $Dit$  représente les dividendes distribués par titre  $i$  le jour  $t$ ;  $Rmt$  est la rentabilité du marché le jour  $t$  et qui correspond aux indices SBF250, MIBTEL, DAX, IBEX et FTSE, respectivement pour le marché français, italien, allemand, espagnol et britannique. Les paramètres  $ai$  et  $bi$  sont estimés sur la fenêtre d'estimation

[-160, -40 jours] antérieure à l'annonce, en régressant  $Rit$  sur  $Rmt$ .

<sup>3</sup> La sur/sous-évaluation est évaluée par la formule suivante :  $(CE-PO)/PO$ , où  $CE$  est le cours d'équilibre et  $PO$  le prix de l'offre relevé à partir des notes définitives d'introduction ou des articles et des dépêches de presse. Le cours d'équilibre n'étant pas disponible pour la plupart des titres étudiés, le ratio est alors estimé à partir des cours de clôture de l'action, relevés sur la base de données Datastream ou AFFI-SBF, sur une période de deux mois à partir de la date d'introduction.

<sup>4</sup> Il s'agit du volume mensuel des émissions d'actions, exprimé en dollars, rapporté à la somme des émissions mensuelles des actions, des convertibles et des obligations.

Allen J. W. (1998), «Capital markets and corporate structure: the equity carve-outs of Thermo Electron», *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 99-124.

Allen J. W., McConnell J. J. (1998), «Equity Carve-outs and Managerial Discretion», *The Journal of Finance*, Février, vol. L III, n° 1, pp. 163-186.

Bayless M. et Chaplinsky S. (1996), «Is there a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?», *The Journal of Finance*, Mars, vol. LI, n° 1, pp. 253-278.

Byers S.S., Lee D. S. et Opler T. C. (1996), «Equity Carve-outs and Management Change», Septembre, Idaho State University, Texas A&M University and Ohio State University.

Castanias R.P. et Helfat C.E. (1992), «Managerial and windfall rents in the market for corporate control», *Journal of Economic Behaviour and Organization*, vol. 18, pp. 153-184.

Charreaux G. (1996), «Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises», *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, pp. 50-64.

Choe H., Masulis R.W. et Nanda W. (1993), «Common stock offerings across the business cycle : theory and evidence», *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, pp. 3-31.

Eckbo B. et Masulis R. (1992), «Adverse selection and the rights offer paradox», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 293-332.

Faugeron-Crouzet A.M. et Biais B. (1996), «Selling mechanisms, conflicts of interests and asymmetric information», *Document de recherche*, Université de Toulouse.

Gajewski J.F. et Ginglinger E. (1998), «Seasoned equity issues in a closely held market : evidence from France», Working paper, www.ssrn.com.

Garvey G.T. et Swan P.L. (1994), «The economics of corporate governance, beyond the Marshallian firm», *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 139-174.

Hand J.R. et Skantz T.R. (1997), «The bad news in equity carve-outs», Working paper, Chapel Hill : University of North Carolina.

Hand J.R. et Skantz T.R. (1999), «The Market-Timing characteristics of equity carve-outs», Working paper, University of North Carolina.

Jongbloed A. (1994), Why do firms split? Evidence from Spin-offs and Equity carve-outs, Thèse, William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, Rochester, New York.

Lang, Poulsen et Stulz (1995), «Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion», *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 3-37.

Lucas D.J. et McDonald R.L. (1990), «Equity issues and stock price dynamics», *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1019-1043.

Masulis R.W. et Korwar A.N. (1986), «Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 91-118.

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, pp. 187-221.

Nanda V. (1991), «On the good news in equity carve-outs», *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1717-1737.

Powers E.G. (2000), «Deciphering the Motives for Equity Carve-outs», University of South California, epowers@darla.badm.sc.edu.

Ritter J.R. (1984), «The hot issue market of 1980», *Journal of Business*, vol. 32, pp. 215-240.

Schipper K., Smith A. (1986), «A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings : Share price effects and corporate restructuring», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 153-186.

Slovin M. B., Sushka M. E. et Ferraro S. R. (1995), «A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs», *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 89-104.

Slovin M. B., Sushka M. E. (1997), «The Implications of Equity Issuance Decisions within a Parent-Subsidiary Governance Structure», *The Journal of Finance*, Juin, vol. LII, n° 2, pp. 841-857.

Vijh A.M. (1999), «Long term returns from equity carve-outs», *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 273-308.

Vijh A.M. (2001), «The positive announcement-period returns of equity carve-out: asymmetric information or divestiture gains?», Working paper, The University of Chicago.