

Les déterminants des retraits de la cote : le cas français*

Stéphane ONNEE

Université de Paris 12**

Correspondance :

Iae de Dijon
Pôle d'économie et de gestion
2, Bd Gabriel
21000 Dijon
Tél. : 03.80.39.54.14
Fax. : 03.80.39.54.88

Résumé : Les sociétés qui font l'objet d'un retrait volontaire de la cote sont-elles différentes de celles qui restent cotées ? À partir de variables comptables, boursières, managériales et organisationnelles, une analyse statistique a permis de mettre en évidence les déterminants des retraits. Le retrait est influencé par la concentration du capital, le taux de rotation des titres et la présence à la tête de la filiale retirée d'un dirigeant peu enraciné. Les conditions de marché, la présence d'actionnaires minoritaires, et la structure du capital, n'exercent aucune influence sur la probabilité de retrait. Enfin, les filiales retirées ne sont pas moins performantes que celles qui restent cotées.

Mots-clés : retraits volontaires de la cote - gouvernement d'entreprise - latitude managériale.

Abstract : Do firms that have voluntarily gone private have different characteristics from firms which have not gone private ? Using financial ratios and data concerning ownership structure, managerial discretion and composition of the board of directors, statistical analysis have been performed to explain the motivations behind GPTs. GPTs are influenced by a greater concentration of ownership, a lower share turnover and a poor entrenchment of the ex-public firm's manager. Market conditions, conflicts with minority stockholders and capital structure are not predictors of GPTs. Moreover, the results of tests don't indicate that ex-public firms are low-performing compared to firms which remain publicly owned.

Key words : voluntary going private transactions - corporate governance - managerial discretion.

* L'auteur remercie Najib Sassenou de la Caisse des dépôts et consignations, les Professeurs Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, ainsi que les deux rapporteurs pour leurs précieux commentaires.

** L'auteur est depuis septembre 1998, maître de conférences à l'Université de Bourgogne (Iae Dijon) et membre du Latec.

Depuis 1990, plus de 400 sociétés se sont retirées de la cote officielle ou du Second marché, et ce mouvement ne semble pas vouloir s'interrompre. En effet, en 1996, plus de 10 % des sociétés inscrites à la cote officielle sont sorties du marché, un niveau qui n'avait jamais été atteint auparavant. Ce phénomène que la littérature américaine désigne par l'expression de *going private transactions* a été l'objet de nombreux travaux anglo-saxons. En France, les études équivalentes sont étonnamment plus rares. Pourtant, à l'instar de l'introduction en bourse, on peut considérer que le retrait de la cote est une décision importante qu'il est nécessaire de mieux appréhender.

Lorsque nous avons débuté cette recherche, devant la rareté de la littérature en France, il nous est apparu nécessaire d'explorer le phénomène des retraits français dans un contexte international, avec l'objectif de nous familiariser avec ce phénomène. Une étude exploratoire réalisée sur 300 sociétés françaises, retirées depuis 1990, a conduit tout d'abord à distinguer deux catégories de retraits [S. Onnée 1998a] : les retraits involontaires, conséquence immédiate d'une opération antérieure (prise de contrôle, fusion) et les retraits volontaires, qui résultent d'un processus décisionnel isolé et délibéré. Notre objectif étant d'appréhender le retrait comme une décision à part entière, nous avons limité le champ de notre recherche aux seuls retraits volontaires. Leur observation détaillée [S. Onnée 1998b] a révélé qu'ils étaient le fait de filiales de groupe retirées par leur maison-mère le plus souvent française et cotée. Cette réalité est très différente de celle des *buy-outs* américains et rend donc *a priori* peu pertinente la transposition directe des conclusions des chercheurs américains pour comprendre les déterminants des retraits français.

À partir de cette première approche des retraits français, cet article traite du retrait volontaire sous l'angle décisionnel. Nous adoptons une démarche hypothético-déductive et retenons le cadre théorique de la finance organisationnelle, empruntant aux théories de l'agence, des coûts de transaction et de la latitude managériale¹, afin d'identifier les déter-

¹ Expression empruntée à G. Charreaux [1996].

minants des retraits volontaires. Notre objectif est de tester ces différentes grilles théoriques.

Cet article est organisé comme suit : nous proposons tout d'abord un cadre d'analyse de la décision de retrait au regard du critère d'efficacité (section 1). Puis, nous confrontons ce cadre aux principaux travaux empiriques consacrés aux retraits, afin d'apprécier sa pertinence (section 2). Ensuite, en nous appuyant sur nos différentes grilles théoriques, nous identifions les déterminants possibles des retraits et présentons les hypothèses testables associées (section 3). Nous décrivons alors les données utilisées (section 4) pour, enfin, présenter la méthodologie et les résultats empiriques obtenus (section 5).

1. Les différentes grilles d'analyse de la décision de retrait

La décision de retrait s'analyse comme un processus de changement organisationnel qui dépasse le simple arbitrage entre les coûts et les avantages liés à la cotation, arbitrage qui ne ferait donc intervenir que la sphère économique (les marchés externes et l'environnement). En effet, deux autres niveaux d'influence interviennent : celui de l'organisation, à savoir le groupe et ses mécanismes de gouvernement d'entreprise, et celui des individus, en particulier les responsables de la maison-mère que l'on nommera « dirigeants » et ceux des filiales que l'on nommera « *managers* ». L'influence de ces trois sphères peut inciter les actionnaires majoritaires à mandater le dirigeant pour retirer la filiale.

Pour interpréter cette décision, nous retenons deux grilles théoriques issues de la finance organisationnelle, celle de la théorie contractuelle des organisations qui regroupe les théories de l'agence et des coûts de transaction, et celle de la latitude managériale.

En application du principe de sélection naturelle qui sous-tend la théorie contractuelle, selon lequel seules les organisations les plus efficaces survivent à terme, la décision de retrait doit s'imposer si elle est efficace : le retrait devra permettre, en réponse à diverses influences (économique, organisationnelle et individuelle), d'établir de nouvelles

procédures contractuelles régissant le réseau de transactions et de contrats d'agence que constitue le groupe.

Plus particulièrement, en référence à la théorie de l'agence, le retrait permettrait de revoir le gouvernement du groupe afin de le rendre plus efficace, au sens de P. Milgrom, J. Roberts [1992]. Ainsi, en référence à la typologie des mécanismes de gouvernement proposée par G. Charreaux [1997, p. 427] à partir des critères de spécificité et d'intentionnalité, nous considérons que le retrait vise à éliminer des mécanismes de contrôle et d'incitation non spécifiques, coûteux et inefficaces, auxquels les majoritaires de la société retirée substitueront des mécanismes plus spécifiques et relativement moins coûteux en « confiant le rôle principal de surveillance au groupe de *stakeholders* qui supporte les coûts de contrôle les moins élevés » [G. Charreaux 1997, p. 455].

En référence à la théorie des coûts de transaction, le retrait est analysé comme une transaction efficiente initiée par le groupe pour réduire le coût de ses financements. Dans ce cas, s'il n'apparaît plus aussi avantageux pour le groupe d'utiliser la filiale pour recourir au marché et lever des capitaux, la maison-mère est incitée à la retirer de la cote. Elle évaluera notamment les coûts techniques qui sont la conséquence des obligations d'information, d'amélioration des comptes et de maintien d'une liquidité qui incombent à la filiale cotée et qui viennent augmenter le coût des fonds propres susceptibles d'être levés. Des facteurs systématiques (conditions macro-économiques, état du marché) peuvent également rendre difficile une émission d'actions *via* la filiale. Enfin, des facteurs plus spécifiques interviennent, en particulier, la spécificité des actifs à financer qui peut conduire la filiale à préférer le recours aux fonds propres plutôt qu'à l'endettement [O.E. Williamson 1988].

Contrairement aux théories de l'agence et des coûts de transaction, la théorie de la latitude managériale ne retient pas nécessairement le principe de sélection naturelle. Dirigeants et *managers* sont dans ce cas considérés comme des acteurs stratégiques qui peuvent influencer l'économie et l'organisation, en particulier ses mécanismes de gouvernement d'entreprise. Pour cela, ils construisent activement des stratégies de carrière afin d'augmenter leur pouvoir d'action et d'accroître leur espace discrétionnaire à l'intérieur ou à l'extérieur de l'organisation. Ain-

si, il se dégage entre leurs espaces respectifs, un équilibre, efficace ou non, que tout changement organisationnel peut modifier. Même inefficace, cet équilibre peut se maintenir, car, comme le souligne T.M. Jones [1995, p. 408], «*si les mécanismes de compétition influencent les comportements des dirigeants, ils ne pénalisent pas nécessairement des comportements modérément inefficients*». Considéré sous cet angle, le retrait s'interprète comme une décision stratégique que propose le dirigeant de la maison-mère à ses actionnaires, lors d'une assemblée générale, afin d'élargir ou de maintenir son espace discrétionnaire. En effet, lors d'un retrait, le *manager* perd une partie de sa latitude qui était liée à la notoriété, à la visibilité, au financement et à la valorisation de la filiale cotée. Le dirigeant, en revanche, voit la position stratégique de la maison-mère réaffirmée, à l'abri des regards du marché. Nous formons donc l'hypothèse que le retrait de la filiale par le dirigeant de la maison-mère sert une stratégie conservatrice visant, soit à protéger son pouvoir de la menace d'un *manager* subversif ou encore d'une mauvaise réputation de la filiale sur les marchés, soit à accroître son pouvoir en ôtant à un *manager* peu enraciné certains droits décisionnels.

2. Positionnement théorique et résultats des études antérieures

Après avoir examiné comment se positionnent les études empiriques consacrées au retrait par rapport à nos différentes grilles théoriques, nous rappellerons leurs principales conclusions. Ces travaux sont exclusivement nord-américains et concernent tous des retraits de sociétés cotées aux États-Unis ou au Canada. Il s'agit des études de E.C. Lawrence [1986], de R.J. Maupin [1987], de K. Lehn, A. Poulsen [1989] et de W.S. Kim, E.A. Lyn [1991]. Leur objectif est de décrire les caractéristiques distinctives d'une société retirée et d'expliquer les motivations qui conduisent au retrait.

Les retraits observés sont réalisés par *leveraged management buy-out* (LMBO) : ils impliquent un recours massif à l'endettement et une participation significative de l'équipe dirigeante en place. Pour identifier

les variables qui influencent ces LMBO, les études font essentiellement référence aux théories de l'agence et des coûts de transaction.

En rapprochant les fonctions de propriété et de décision et en limitant le montant de *free cash flow*² à la disposition des dirigeants, le retrait permettrait de diminuer les coûts d'agence au sein de l'organisation. Le recours à la dette, tout en générant des économies d'impôt, serait également l'occasion d'un transfert de richesse, des créanciers vers les initiateurs du retrait. De plus, le retrait limiterait la pression court-termiste exercée *a priori* par le marché boursier sur les dirigeants et, ainsi, recentrerait la stratégie sur le long terme. Enfin, le retrait peut s'interpréter comme une préférence pour les ressources internes de l'organisation, qui permettrait, dans le même temps, d'économiser les coûts techniques de la cotation.

Par rapport à nos grilles théoriques, ces études considèrent le retrait comme une décision efficiente et créatrice de valeur, excluant qu'elle puisse être l'expression d'une stratégie de carrière construite par le dirigeant et potentiellement inefficente.

Examinons plus en détail ces études, tant dans leurs méthodologies, que dans leurs conclusions. E.C. Lawrence [1986] a étudié un échantillon de 56 retraits initiés entre 1974 et 1981 et l'a comparé à un échantillon de contrôle constitué de sociétés non retirées, de même taille et de même secteur. Une analyse successivement univariée puis multivariée utilisant principalement des variables de liquidité, d'activité, de structure financière, de contrôle, ainsi que de durée de cotation, révèle que seul le pourcentage d'actions détenu par les principaux actionnaires internes et externes est statistiquement significatif et influence la décision de retrait³.

Dans l'étude de R.J. Maupin [1987], l'échantillon inclut 97 firmes ayant fait l'objet d'un MBO entre 1972 et 1984. Une analyse discriminante multiple est alors mise en oeuvre en utilisant sept variables reflétant la structure de l'actionnariat, la décote ou la surcote des titres, la rentabilité et le niveau des ressources internes. Avec un pouvoir de

² Liquidités disponibles après financement des investissements rentables.

³ 58% dans les firmes retirées contre 39% pour l'échantillon de contrôle.

classification moyen de 80 %, l'étude montre que dans les firmes retirées la participation du *management* et les *cash flows* sont significativement plus élevés que dans l'échantillon de contrôle. Par ailleurs, les sociétés retirées s'avèrent davantage décotées, distribuent moins de dividendes et disposent d'un autofinancement plus important.

K. Lehn, A. Poulsen [1989] ont étudié 263 firmes retirées par *buy-out* entre 1980 et 1987. Ils mettent en évidence que les sociétés retirées possèdent davantage de *free cash flows* et que le taux de croissance de leurs ventes est plus faible que celui de l'échantillon de contrôle. De plus, selon les auteurs, 42,6 % des firmes retirées ont été mêlées à des rumeurs de prises de contrôle dans l'année précédant le retrait contre 15,1 % pour les sociétés de contrôle. La décision de retrait semblerait donc, en partie motivée par une menace de prise de contrôle.

W.S. Kim, E.A. Lyn [1991] ont également comparé un échantillon de retraits à un échantillon de contrôle en utilisant huit variables comptables et boursières. Ils observent que les firmes se retirant sont sous-évaluées et ont moins recours aux fonds propres externes. Elles sont situées principalement dans des secteurs à faible croissance et ont une capacité d'endettement inutilisée. De plus petite taille, elles disposent par ailleurs de *free cash flows* élevés, ce que soulignait déjà M.C. Jensen [1989].

Une synthèse de ces études est présentée dans le tableau 1. Deux conclusions prédominent : les retraits portent sur des sociétés sous-évaluées et disposant de *free cash flows* élevés. Ces conclusions sont cependant toutes relatives dans le contexte des retraits volontaires français qui ne sont pas comparables aux *buy-outs* américains. À la différence de ces derniers, où l'initiateur est très souvent externe à la société, les retraits volontaires français ressemblent plus à des *minority buy-outs*, dans lesquels l'initiateur est en situation d'interne et détient déjà le contrôle de la société lorsqu'il la retire. Cette spécificité contextuelle justifie *a priori* l'élargissement de notre cadre théorique à la théorie de la latitude managériale, en plaçant le dirigeant de la maison-mère au centre de la décision de retrait. Néanmoins, cette revue empirique constitue, ne serait-ce que sur le plan des méthodologies utilisées, un outil de référence pour notre étude.

3. Les déterminants de la décision de retrait : les prédictions théoriques

Nous souhaitons, à présent, tester nos différentes grilles théoriques, en particulier celle de la latitude managériale. Nous formulerons plusieurs hypothèses concernant le profil-type des sociétés-cibles sur la base de données comptables, boursières et actionnariales, ce qui nous permettra d'isoler les variables révélatrices du caractère « retirable » des sociétés. Le retrait sera d'abord perçu comme source d'efficacité conformément aux prédictions des théories de l'agence (3.1.) et des coûts de transaction (3.2.), puis, comme un levier stratégique dans la carrière du dirigeant en accord avec les prédictions de la théorie de la latitude managériale (3.3).

3.1. *Les prédictions issues de la théorie de l'agence*

3.1.1. *L'élimination de la présence d'un actionnariat minoritaire non efficient*

Selon la théorie de l'agence, la maison-mère peut retirer sa filiale afin d'éliminer les coûts d'agence liés à la présence d'un actionnariat minoritaire qui peut aller à l'encontre du principe d'efficacité au niveau du groupe, et ceci à double titre. En premier lieu, les minoritaires peuvent remettre en cause la gestion de la filiale en privilégiant son intérêt social au détriment de celui du groupe (les deux intérêts n'étant pas nécessairement alignés). Selon A. Shleifer, R.W. Vishny [1986], ils s'apparenteraient alors à des passagers clandestins qui, en usant de leurs droits, se transformeraient en empêcheurs de « gérer en rond ». En second lieu, les minoritaires sont souvent accusés d'avoir une approche trop court-termiste, exigeant un retour financier rapide. Les minoritaires pourraient alors avoir des intérêts convergents avec ceux des *managers* de la filiale qui, eux aussi, peuvent être incités à la myopie.

Dans ces conditions, le retrait permettrait d'éliminer les coûts d'agence *ex post* et *ex ante* qu'induit la présence d'actionnaires minoritaires, et ce d'autant plus qu'ils s'estiment lésés par la gestion majori-

taire. La probabilité d'un retrait serait alors liée positivement à la probabilité d'observer un conflit avec les actionnaires minoritaires de la filiale.

Cette probabilité sera évaluée à partir des deux éléments suivants : l'existence de conflits antérieurs qui mettent en évidence le pouvoir revendicatif des minoritaires et le respect⁴ de l'actionnariat minoritaire, apprécié à partir du classement du *Nouvel Économiste* qui s'appuie sur les bases de données de Proxinvest (société de conseil en politiques de vote) et recense chaque année les sociétés respectant le mieux leurs actionnaires minoritaires. Ces deux éléments permettent de définir la variable binaire suivante : *CONF* = probabilité d'un conflit avec les minoritaires (1 si forte, 0 sinon).

Par ailleurs, si le retrait vise à éliminer totalement des minoritaires gênants pour le groupe, nous faisons l'hypothèse que les initiateurs paieront les minoritaires en espèces et non avec d'autres titres cotés du groupe. Pour la tester, nous utiliserons la variable binaire *TITRE* (0 si le retrait est associé à un paiement en espèce, 1 s'il est associé à un paiement en titres).

3.1.2. *L'amélioration du gouvernement d'entreprise*

Si, comme le prédit la théorie de l'agence, les retraits de la cote ont pour objectif principal d'améliorer le gouvernement d'entreprise du groupe en redistribuant les rôles de surveillance et d'incitation, les filiales peu performantes sont davantage susceptibles de devenir les cibles d'un retrait par leur maison-mère. Pour évaluer la performance des filiales, nous utiliserons dans un premier temps des indicateurs estimant la rentabilité comptable passée sur l'année qui précède le retrait : *RFIN* = Rentabilité financière (Résultat net / Fonds propres), *RECO* = Rentabilité économique⁵ (Excédent brut d'exploitation - EBE / Actif économi-

⁴ Ce respect est apprécié par la qualité de l'information financière et l'absence de dispositions statutaires verrouillant le capital (droits de vote double, limitation des droits de vote, participations croisées...). Nous considérons que les maisons-mères ou les filiales qui respectent le moins leur actionnariat minoritaire ont une forte probabilité de conflits.

⁵ Cette mesure de la rentabilité économique, utilisée par la Banque de France, comporte un biais car elle n'utilise pas une expression correcte du résultat éco-

que⁶), *MARGE*COM = Taux de marge brute commerciale (EBE / Chiffre d'affaires). Dans un deuxième temps, la performance sera mesurée par la rentabilité future estimée à partir de mesures boursières *ex ante* qui reflètent les anticipations de marché, d'où la variable *MAR* = Ratio de Marris (Capitalisation boursière / Capitaux propres comptables). Nous nous attendons à un effet négatif de ces variables de performance sur la décision de retirer la filiale. Une filiale retirée devrait être moins performante qu'une filiale restant cotée.

La nécessité de renforcer le gouvernement d'entreprise s'imposera d'autant plus que les fonctions de propriété et de décision seront séparées, autrement dit que les risques de conflits entre le *management* et les actionnaires seront élevés [M.C. Jensen, W.H. Meckling 1976]. Par conséquent, si le retrait doit permettre d'améliorer le gouvernement d'entreprise, la probabilité de retirer une filiale devrait être associée à une faible participation du management de la filiale au capital mesurée par la variable %*MANAG*.

De même, en supposant comme M.C. Jensen [1989] que la présence d'investisseurs actifs accroît l'efficacité du gouvernement d'entreprise, nous supposons que la probabilité d'initier un retrait sera associée à une faible implication d'investisseurs actifs (notamment celle d'actionnaires financiers (%*FIN*) ou d'institutionnels (%*INST*), à la condition qu'il n'y ait pas collusion avec le *manager*.

Enfin, en retirant la filiale, la maison-mère peut vouloir renforcer le pouvoir de contrôle du conseil d'administration de la filiale et ainsi améliorer son gouvernement d'entreprise. En référence à B. Hermalin, M. Weisbach [1988] ou à G. Charreaux [1991], nous mesurons ce pouvoir par le pourcentage d'administrateurs externes composant le conseil d'administration (%*ADMEXT*), en considérant qu'il n'y a pas collusion avec les *managers*. Le retrait aurait lieu dans des filiales où le pourcen-

nomique, qui est égal à (EBE - dotations économiques aux amortissements) après impôt. Toutefois, n'ayant pu disposer des données sur les dotations économiques, nous avons conservé cette mesure par défaut. Les résultats la concernant devront être interprétés avec prudence.

⁶ Actif économique = valeurs immobilisées nettes + besoin en fonds de roulement + trésorerie.

tage d'administrateurs externes présents au conseil d'administration est faible.

3.1.3. *L'inefficience du marché financier pour la filiale*

Se retirer de la cote, c'est aussi vouloir verrouiller définitivement le capital, et le mettre à l'abri de toute prise de contrôle et des « regards » du marché, mécanisme spontané non spécifique dont l'efficience serait remise en cause si la filiale est sur le point d'être retirée. En effet, en raison du très faible flottant laissé en bourse, les analystes suivront de moins en moins les titres de la filiale jugés peu liquides, et les investisseurs peuvent craindre d'être enfermés dans un marché trop étroit qui n'est plus alimenté par de nouvelles émissions. L'information nécessaire pour refléter la « vraie » valeur de la société pourrait donc apparaître trop coûteuse au marché. Dans ces conditions, le marché financier ne peut plus être un élément constitutif du gouvernement d'entreprise s'appliquant à la filiale ; son contrôle, si tant est qu'il puisse être exercé, serait trop onéreux. Le groupe, en retirant sa filiale du marché, préférerait alors supprimer ce mécanisme de gouvernement pour le remplacer par des mécanismes plus spécifiques, moins coûteux, donc relativement plus efficaces.

L'efficience du marché des titres de la filiale sera appréciée à partir des variables suivantes :

- *ROT* = Taux de rotation annuel des titres de la filiale (Transactions effectuées pendant l'année / Capitalisation boursière moyenne de l'année). Lorsque le ratio est élevé, cela signifie que le titre est très échangé. G. Charreaux [1991] utilise également cette variable pour représenter la discipline exercée par les marchés financiers sur le *management* ;

- *FLOT* = Flottant : nombre de titres restant dans le public⁷. Si le flottant est faible, cela augmente l'asymétrie avec le marché et diminue son efficience ;

- *AUGM* = Augmentation(s) de capital réalisée(s) avant le retrait (variable binaire : 1 s'il y a eu augmentation de capital, 0 sinon). Nous faisons l'hypothèse que les augmentations de capital révèlent de l'infor-

⁷ Pris sous sa forme logarithmique comme chez R.J. Maupin [1987].

mation sur les marchés et les rendent plus efficaces [N. Dierkens 1991] ;

- % *MM* = Pourcentage du capital détenu par la maison-mère. Le rôle de discipline du marché financier est d'autant plus réduit que le capital est concentré, autrement dit son influence devrait être plus faible dans des filiales contrôlées [G. Charreaux 1991].

Nous attendons un effet négatif du taux de rotation, du flottant et de la variable reflétant les augmentations de capital sur la probabilité qu'une filiale soit retirée. En revanche, une corrélation positive est attendue entre cette probabilité et le pourcentage détenu par la maison-mère.

3.2. *Les prédictions issues de la théorie des coûts de transaction*

3.2.. *L'économie de coûts techniques liés à la cotation*

La cotation implique des coûts explicites, que nous qualifions de techniques, car ils sont la conséquence directe des obligations d'information, d'amélioration des comptes et de maintien de la liquidité. Aucun élément ne peut *a priori* nous permettre de conclure que ces coûts ne constitueraient pas une des motivations du retrait. *A fortiori*, comme le montant des opérations en France⁸ est beaucoup plus faible qu'aux États-Unis⁹, les coûts techniques devraient représenter une fraction plus importante des fonds propres retirés. C'est pourquoi nous adopterons le point de vue de H. De Angelo et *al.* [1984] lorsqu'ils écrivent : « *les retraits de la cote sont dus aux économies de coûts d'enregistrement et aux autres dépenses liées à un actionnariat public* ».

Les coûts techniques font notamment référence à l'obligation pour la filiale cotée de maintenir une liquidité sur son marché. Plus cette liquidité est faible et plus les coûts seront élevés, en particulier pour les filiales inscrites à la cote officielle. Nous supposons donc que la probabilité de retrait est d'autant plus grande que la liquidité est faible. La liquidité sera

⁸ En moyenne sur 60 retraits réalisés entre 1990 et 1996 : 123,9 millions de francs.

⁹ *Mergerstat Review* annonce une moyenne de 487 millions de dollars pour 125 *going private* réalisés en 1988.

appréciée par les variables suivantes : *FLOT*, *ROT* et *MARCH* = Marché de cotation (0 si la filiale est inscrite à la cote officielle, 1 si elle est au Second marché). Par ailleurs, P. Marsch [1982] fait remarquer que les coûts techniques seront d'autant plus contraignants que la société est de petite taille, ce qui renforcerait alors la probabilité d'un retrait. Nous utiliserons la variable de taille retenue par P. Marsch : *TAIL* = Log (Total actif) ainsi que d'autres variables : *CA* = Chiffre d'affaires ou *EFF* = Effectifs. Ces variables de taille devraient avoir un effet négatif sur la probabilité qu'une filiale soit retirée.

3.2.2. Le retrait et les conditions de marché

M. Bayless, S. Chaplinsky [1996] se sont intéressés à l'influence des caractéristiques systématiques des marchés sur les volumes d'émission d'actions. Ils ont mis en évidence la notion de «fenêtres d'émission» qui caractérisent les périodes pendant lesquelles les émissions de fonds propres sont plus fréquentes dans un marché accueillant. Ces fenêtres sont supposées indépendantes des caractéristiques spécifiques des sociétés et résultent de facteurs systématiques liés aux marchés. Les conditions macro-économiques et boursières influencent tout naturellement l'ouverture de ces fenêtres. K. Choe et *al.* [1993] ont analysé l'influence des périodes d'expansion économique sur les investisseurs et les émetteurs et notent que :

- les investisseurs, en période d'expansion économique, sont moins soucieux des problèmes posés par la surévaluation de certaines sociétés qui, même surévaluées, disposent généralement de bons projets d'investissements durant ces périodes ;
- les sociétés émettrices qui souhaitent réduire leur coût du capital, émettent davantage de fonds propres quand le taux d'actualisation est bas et donc lorsque les valeurs de marché sont élevées. Le recours aux fonds propres doit alors être plus important dans les marchés haussiers.

En supposant que la cotation de la filiale tienne essentiellement lieu de véhicule de financement, une maison-mère devrait être davantage incitée à retirer une de ses filiales cotées dans les périodes de fermeture de fenêtres d'émission. Nous associons, ici, la décision du retrait à la dif-

ficulté de lever des fonds propres et formons l'hypothèse que les retraits ont lieu principalement pendant des périodes froides d'émission, qui, selon M. Bayless, S. Chaplinsky [1996], sont des périodes d'au moins trois mois pendant lesquelles les volumes d'émission en valeur réelle sont faibles¹⁰. Nous utiliserons pour tester cette hypothèse la variable binaire *FROID* = Période froide (1, sinon 0) qui doit avoir un effet positif sur l'occurrence d'un retrait.

3.2.3. *Le retrait, résultat d'un arbitrage entre dettes et fonds propres*

Le retrait peut être la conséquence d'un arbitrage au niveau de la filiale entre le financement par fonds propres et l'endettement qui, selon O.E. Williamson [1988], ne sont pas à considérer uniquement comme des sources de financement mais aussi, en les désignant par le terme de « governance structure », comme des structures de gestion dont le coût dépend de l'environnement de la filiale, de la nature des actifs à financer et de la fréquence des besoins de financement. Ainsi, selon O.E. Williamson [1988], la filiale ne devrait avoir recours aux fonds propres que si la spécificité des actifs et la fréquence des besoins sont élevés. Dans le cas contraire, en supposant que la cotation de la filiale serve en priorité à lever des fonds propres, la maison-mère pourrait être incitée à la retirer de la cote. Dans ces conditions, nous énonçons deux hypothèses :

- Dans les années précédant le retrait, les sociétés qui se retirent ont fait moins appel au marché que celles qui ne se retirent pas. Cette hypothèse est associée à la variable *AUGM* = Augmentation(s) de capital réalisée(s) avant le retrait. Nous attendons un effet négatif de cette variable sur la probabilité de retrait.

- Les filiales retirées appartiennent en majorité à des secteurs d'activité non spécifiques. La spécificité des actifs à financer est ici abordée à partir du secteur d'activité de la filiale, en référence à E. Bultel [1994] qui suppose « sous quelques réserves, qu'une firme appartenant à un

¹⁰ Plus précisément, ils sont inférieurs au premier quartile de la distribution des moyennes mobiles à 3 mois des volumes d'émission sur la période 1990-1996.

secteur d'activité spécifique (c'est-à-dire où peu de firmes exercent la même activité) anticipe une revente plus difficile de ses investissements (...) et choisira davantage l'augmentation de capital comme financement externe ». Comme E. Bultel, nous partirons de la distribution du nombre de sociétés par secteur d'activité¹¹ pour construire la variable binaire : *SPECIF* = Secteur spécifique (1 si le secteur est spécifique¹², 0 sinon). Nous prévoyons un effet négatif de cette variable sur le fait qu'une filiale soit retirée.

Par ailleurs, nous supposons qu'un tel arbitrage entre dettes et fonds propres n'existe que si la capacité d'endettement est suffisante pour faire de la dette une alternative aux fonds propres. Cette capacité d'endettement sera appréciée par la variable *CAPEND* = Capacité d'autofinancement / Dettes à long et moyen terme¹³. De même, une société retirée devrait être moins endettée qu'une société restant cotée, ce qu'illustrera la variable *TXEND* = Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres, qui fournit des indications sur la capacité de résistance de la filiale aux aléas et sur son degré de dépendance à l'égard des prêteurs de fonds. Ainsi, nous supposons que la probabilité d'observer le retrait d'une filiale est d'autant plus forte que sa capacité d'endettement est élevée et son taux d'endettement, faible.

3.3. *Les prédictions issues de la théorie de la latitude managériale*

Selon la théorie de la latitude managériale, le retrait servirait la stratégie conservatrice du dirigeant de la maison-mère, et ceci à trois niveaux :

¹¹ Un secteur sera défini par son code sectoriel NAF à deux chiffres.

¹² Un secteur sera considéré comme spécifique, si le nombre de sociétés qui le compose est inférieur au premier quartile de la distribution totale du nombre de sociétés par secteur.

¹³ Ce ratio R33 de la Centrale de bilans de la Banque de France mesure la marge théorique dont dispose l'entreprise pour accroître ses engagements au cours des exercices ultérieurs.

• Le dirigeant peut vouloir protéger son pouvoir de la menace d'un *manager* subversif. La probabilité de retirer une filiale serait fonction croissante de l'enracinement de son *manager*. Cette hypothèse suppose que le *manager* dispose d'une latitude managériale pour développer sa stratégie de carrière. En référence à M. Paquerot [1996] ou à E.J. Zajac, J.D. Westphal [1996], nous évaluerons cette latitude par les variables *CUMPd_g* et *CUMADMIN*, représentant le nombre de postes de Pdg et d'administrateurs occupés par le *manager*. Nous supposons que le *manager* utilise cette latitude pour s'enraciner et pour accroître ses possibilités d'action vis-à-vis du dirigeant de la maison-mère. Cet enracinement se signalera notamment par la durée de son mandat de Pdg (= *DURMAND*) et son âge (= *AGE*). Plus le *manager* sera âgé et expérimenté, plus il sera difficile à contrôler et plus il s'enracinera facilement. *A priori*, ces quatre variables ont un effet conjointement positif sur la probabilité de retrait d'une filiale.

• Le dirigeant peut aussi vouloir se protéger des effets d'une mauvaise réputation de la filiale sur les marchés. En effet, si elle accroît l'espace discrétionnaire du *manager*, la cotation de la filiale est également susceptible d'être source de « bruits », notamment lors de décotes importantes du cours ou à l'occasion d'actions revendicatrices d'actionnaires minoritaires. Soucieux de protéger sa réputation, le dirigeant retirerait alors la filiale du marché. Ainsi, la probabilité de retirer une filiale serait liée positivement au risque d'une dégradation de sa réputation. Ce risque existe, notamment, si la probabilité d'un conflit entre la filiale et des minoritaires contestataires est élevée ou, encore, si l'état de la filiale, jugée peu rentable par le marché, conduit à douter des compétences du dirigeant. Nous utiliserons les variables *CONF* (probabilité d'un conflit avec les minoritaires) et *MAR* (ratio de Marris) ; les effets attendus sur la probabilité qu'une filiale soit retirée sont respectivement positif et négatif pour ces deux variables.

• Le dirigeant peut, enfin, vouloir accroître son pouvoir en retirant à un *manager* peu enraciné certains droits de décision (d'investir, de financer, de recruter, de licencier ou de promouvoir, d'entretenir des liens commerciaux). Dans ce cas, le retrait conduit à une centralisation de ces droits au niveau de la maison-mère : cette centralisation est souvent

bien perçue par les marchés, en raison d'une meilleure lisibilité stratégique, argument également invoqué dans les notes d'information transmises par les initiateurs. Cette lisibilité accrue profitera au dirigeant de la maison-mère qui peut l'utiliser pour conforter sa réputation. De ce constat, découle l'hypothèse que *la présence d'un manager peu enraciné influence positivement le retrait*. Nous réutiliserons les variables *CUMPdg*, *CUMADM* et *DURMAND* en prévoyant, cette fois, un effet négatif.

A priori, aucune hypothèse n'est privilégiée quant à l'incidence du degré d'enracinement du *manager* au moment du retrait. Le dirigeant peut avoir intérêt à retirer la filiale quel que soit ce degré. C'est pourquoi nous avons formulé deux hypothèses, mutuellement exclusives, qui associent des signes opposés aux variables *CUMPdg*, *CUMADM* et *DURMAND*.

4. Les données de l'étude

Notre étude statistique a porté sur deux populations. La première comporte 127 filiales qui ont fait l'objet d'un retrait volontaire entre 1990 et 1996. L'annexe 2 indique comment ces retraits se répartissent en fonction de l'année de l'opération, de la capitalisation boursière de la filiale et de son secteur d'activité. La deuxième population est composée de sociétés non retirées, déjà cotées en 1990, appartenant aux mêmes secteurs d'activité¹⁴ que les sociétés retirées, et qui peuvent, elles-aussi, faire l'objet d'un retrait volontaire car elles sont contrôlées à plus de 50 % depuis plus d'un an. En utilisant la base de données *Dafsa-Liens* pour appliquer ces critères, un échantillon de 99 sociétés a pu être constitué.

Les variables définies dans la section 3 ont ensuite été calculées¹⁵ pour chacune des sociétés des deux échantillons en prenant le 31 dé-

¹⁴ Définis par les codes NAF à quatre ou deux chiffres.

¹⁵ Les calculs tiennent compte de l'inflation. Les données en francs s'expriment en francs constants 1990. Certaines variables n'ont pas pu être calculées pour toutes les sociétés de notre échantillon, notamment celles utilisant des données

cembre de l'année qui précède le retrait comme date de référence. Pour les calculer, nous avons eu recours à plusieurs sources de données, présentées en annexe 1. Trois autres variables sont également utilisées : la première permet de savoir si la société est retirée (1) ou non (0) ; la deuxième, permet de tenir compte du caractère de la société – financier (1) ou non (0) – et, ainsi, de déceler si le fait d'incorporer dans notre échantillon des sociétés financières (qui sont très souvent exclues des études) peut avoir un impact sur nos conclusions empiriques ; la troisième, la durée de cotation, est introduite à titre purement exploratoire car aucune hypothèse n'a été énoncée concernant l'influence que peut avoir cette variable sur le retrait.

5. Méthodologie et résultats de la recherche

L'objectif est de tester les prédictions issues de nos différentes grilles théoriques. Deux séries de tests ont été menées, visant d'une part, à comparer les retraits et les non-retraits (5.1), et d'autre part, à identifier les variables qui influencent la probabilité d'un retrait (5.2).

5.1. La comparaison univariée des retraits et des non-retraits

Pour établir cette comparaison, deux tests univariés ont été réalisés. L'un d'eux est un test paramétrique de différence de moyennes (test t de Student), l'autre est un test non paramétrique¹⁶ d'égalité sur les rangs

comptables comme les établissements de crédit et les compagnies d'assurance qui disposent de leurs propres systèmes de comptabilité. Ces deux sous-échantillons étaient par ailleurs de trop faible taille pour envisager un traitement statistique significatif.

¹⁶ Ce test non paramétrique est vivement recommandé par B.M.Barber, J.D.Lyon [1996, p. 395] : « *compte tenu de la puissance offerte par le test de Wilcoxon, nous recommandons son utilisation dans toute situation d'échantillons* ». Il ne nécessite pas d'hypothèse particulière (notamment de normalité) sur les distributions de variables. Par ailleurs, lorsque les variables présentent une forte dispersion, il est plus indiqué de réaliser un test d'égalité des rangs plutôt que d'égalité des moyennes.

(test Z de Mann-Whitney-Wilcoxon). Il s'agit de mettre en évidence les caractéristiques distinctives des filiales retirées.

Les résultats¹⁷ obtenus en comparant les deux échantillons (sociétés retirées et non retirées) font apparaître de nombreuses différences significatives, permettant d'établir le profil-type de la société retirée, fondé sur les points suivants :

(1) Il n'y a pas de différence significative entre les taux de rentabilité et de marge des filiales retirées et ceux des filiales non retirées ; autrement dit, ce ne sont pas les filiales les moins performantes qui sont retirées, contrairement à ce qu'avancent certaines de nos hypothèses issues de la théorie de l'agence, ainsi que de nombreuses notes d'information lorsqu'elles évoquent les difficultés financières de la filiale pour justifier le retrait. Ainsi, même si les conflits d'agence et les stratégies de carrière entreprises avant le retrait pouvaient être susceptibles de détruire de la richesse, on ne constate pas pour autant une dégradation des performances de la filiale. Soit les stratégies en question ne sont pas inefficaces, soit les conflits ont pu être contrôlés différemment au moindre coût. Par ailleurs, l'absence de différences significatives pour le ratio de Marris implique que les opportunités de croissance des filiales retirées ne sont pas plus faibles.

(2) Le marché des titres des sociétés retirées est beaucoup moins actif : le flottant et le taux de rotation sont significativement plus faibles (le taux de rotation d'une filiale retirée est en valeur médiane quatre fois inférieur à celui d'une société non retirée). Dans ces conditions, la capacité du marché financier à évaluer et à contrôler correctement la filiale et son *manager* apparaît très diminuée, ce qui remet en cause son efficacité. Devant cette atonie, les investisseurs parviendront difficilement à un consensus informationnel pour fixer le cours de bourse de la filiale, peu susceptible de servir de référence pour fixer la rémunération du *management*. En outre, le maintien de la liquidité des titres de la filiale devrait, dans un marché étroit, entraîner des coûts techniques importants.

¹⁷ Les résultats peuvent être obtenus auprès de l'auteur.

(3) Incontestablement, avec en moyenne 84 % du capital détenu par la maison-mère contre 55 % dans les sociétés de l'échantillon de contrôle, la structure-type de l'actionnariat d'une filiale retirée se caractérise par une forte présence de la maison-mère, contrastant avec la faible participation du *management* de la filiale (2 % du capital en moyenne contre 8 % pour les sociétés non retirées) et des actionnaires financiers (ils détiennent en moyenne 2% du capital contre 7% pour les sociétés de contrôle). Les fonctions de propriété et de décision sont donc plus séparées « au sens large » dans les sociétés retirées, ce qui accroît les probabilités de conflits entre le *manager* et les actionnaires, même si, « au sens strict », en raison de la dépendance du *manager* envers les actionnaires principaux, ces conflits sont moins prononcés. De plus, si une partie de la rémunération du *management* était indexée avant le retrait sur le cours de la filiale, l'effet de cette indexation était nécessairement plus limité vu la faible participation du *management* au capital [M.C. Jensen, K.J. Murphy 1990]. Enfin, la présence d'un actionnaire important comme la maison-mère peut empêcher une bonne divulgation de l'information ce qui réduit, là encore, le rôle de discipline du marché financier et renforce l'asymétrie informationnelle pesant sur la filiale.

(4) Le *manager* d'une filiale retirée est en place depuis moins longtemps que celui d'une filiale non retirée (en moyenne 4 ans et quatre mois contre 7 ans et cinq mois) ; il cumule par ailleurs un nombre plus limité de postes de Pdg (1,5 contre 2,18 en moyenne). La carrière du *manager*, qu'elle soit interne ou externe, ne s'est donc pas accompagnée d'un accroissement de pouvoir aussi élevé que celui dont a pu profiter le *manager* d'une filiale non retirée. Le dirigeant de la maison-mère semble donc disposer d'un différentiel de pouvoir plus important face au *manager* de la filiale, ce qui facilite nécessairement le retrait.

(5) La probabilité de connaître ou d'avoir connu, avant le retrait, un conflit avec des actionnaires minoritaires est plus élevée dans une filiale retirée (un conflit était probable ou a eu lieu dans 29 % des filiales retirées contre 6% pour les filiales non retirées). Le groupe pouvait alors choisir de racheter les minoritaires par crainte des coûts générés par d'éventuels procès, évitant dans le même temps que ces conflits ne nui-

sent à la réputation du dirigeant. Il s'agissait bien d'évincer les minoritaires et non de les faire participer à la vie du groupe, notamment en leur offrant des titres de la maison-mère : seuls 20 % des retraits ont fait, en effet, l'objet d'un rachat en titres. Le retrait permet donc d'éliminer des minoritaires « gênants » pour les stratégies collectives et individuelles du groupe semblant confirmer le dicton : « *pour vivre heureux, vivons cachés* ». Cette conclusion rejoint celle de H. De Angelo et *al.* [1984] qui notent que 80 % des retraits observés sont précédés de conflits avec les minoritaires. Le rachat des titres, moyennant le versement d'une prime, serait alors un moyen de régler ces conflits. Néanmoins, ceux-ci ne semblent pas liés à une mauvaise performance qui justifierait le mécontentement des minoritaires, ce que mettent toutefois en avant les conclusions des travaux de H. De Angelo, L. De Angelo [1987] et de T.K. Mukherjee, O. Varela [1993]. L'origine des conflits se situe davantage dans l'étroitesse du marché et dans le fait que les minoritaires, face à un majoritaire très présent, ont l'impression que leurs intérêts ne sont pas pris en compte. Ils semblent notamment regretter l'insuffisance et la mauvaise qualité de l'information financière ou la présence de clauses statutaires verrouillant le contrôle de la filiale. Satisfaire leurs besoins et ainsi éliminer toute tension, serait trop coûteux pour le groupe qui préfère racheter leurs titres.

(6) Indéniablement, les sociétés retirées n'appartiennent pas à des secteurs d'activités spécifiques dans lesquels les actifs seraient difficilement redéployables (seules 4 % des sociétés sont concernées). Si l'on ajoute, en référence à O.E. Williamson [1988], que les filiales retirées réalisent peu d'augmentations de capital¹⁸, il semblerait que le recours à la dette soit plus indiqué. Toutefois, nous observons que la capacité d'endettement des filiales retirées est significativement plus faible que celles des filiales non retirées. Ce résultat est à mettre en parallèle avec le fait que leur taux d'endettement est significativement plus élevé. Dans ces conditions, les filiales peuvent plus difficilement substituer la dette aux fonds propres. Il est donc probable que leurs besoins de financement seront financés *via* le marché interne du capital, si la capacité de

¹⁸ Aucune différence n'est cependant à signaler entre les filiales retirées et les

celui-ci le permet. Les décisions de financement devraient alors être plus centralisées, renforçant ainsi le pouvoir de la maison-mère, en particulier celui de son dirigeant.

(7) Les retraits n'ont pas lieu dans des périodes où les volumes d'émission d'action sont faibles : seuls 12 % des retraits ont lieu dans des périodes de faibles volumes d'émission¹⁹.

(8) Afin d'être complet, nous dirons, comparativement aux filiales non retirées, que les sociétés retirées ne se caractérisent pas par une plus petite taille, se répartissent de façon similaire entre le Second marché et la cote officielle (le retrait n'est donc pas un phénomène touchant en priorité le Second marché), n'ont pas plus d'administrateurs externes (le pouvoir de contrôle du CA n'est pas plus réduit) et sont cotées en moyenne depuis autant de temps (le retrait n'est donc pas une décision prise par des sociétés déçues par une récente introduction).

Enfin, nous concluons cette analyse univariée en précisant que le fait d'exclure les sociétés financières de notre étude ne modifie en rien nos résultats²⁰, indiquant ainsi une absence totale de biais ce qui rejoint les conclusions de B.M. Barber, J.D. Lyon [1996].

Après avoir testé la significativité de chaque variable prise séparément, nous confrontons les caractéristiques financières, actionnariales et managériales dans un même modèle économétrique multivarié.

5.2. *L'analyse multivariée des retraits*

Le problème analysé, dans ce cas, est celui d'une filiale *i*, qui est contrôlée à plus de 50 % depuis au moins un an par un actionnaire. Ce dernier est alors confronté à l'alternative suivante : retirer volontairement la filiale ou la laisser cotée. La décision de retrait est alors associée à

filiales non retirées.

¹⁹ Nous avons également renouvelé nos tests en redéfinissant comme « période froide » une période d'un mois et non plus de trois mois continus pendant lesquels les volumes d'émission sont faibles. Aucune différence n'apparaît avec les résultats actuels.

²⁰ Les tests paramétriques et non paramétriques reproduits sur un échantillon de sociétés excluant les sociétés financières aboutissent aux mêmes conclusions.

une variable de Bernoulli Y_i qui peut prendre deux valeurs : 1 si le retrait est décidé, 0 sinon, avec $P_i = P(Y_i = 1)$. P_i dépend de la valeur de N variables exogènes X_i caractérisant la filiale i . Pour mettre en évidence ces relations, nous utilisons la régression logistique qui transforme la variable endogène P_i en une variable continue logarithmique telle que :

$$\log\left\{\frac{P_i}{(1-P_i)}\right\} = b_0 + \sum_{k=1}^N b_k X_{ik} = Z_i$$

Les estimateurs sont calculés par la méthode du maximum de vraisemblance et testés avec la statistique C , qui suit une loi du Khi-deux à un degré de liberté. Pour tester la validité générale du modèle, trois mesures sont calculées : la statistique C , soit « $-2 \log$ (ratio de vraisemblance) », qui teste la qualité d'ajustement du modèle (plus sa valeur est faible, meilleur est l'ajustement), le pseudo- R^2 qui s'interprète comme le coefficient de détermination de la régression linéaire²¹, et la classification globale qui indique le rapport du nombre des retraits classés correctement²² par le modèle au nombre des retraits observés.

Afin de sélectionner les variables à inclure dans nos régressions logistiques, nous avons employé et appliqué deux techniques. La première utilise les résultats de nos tests univariés en retenant les variables les plus significatives. Puis, afin de respecter l'hypothèse de non-colinéarité entre ces variables, nous avons séparé la variable $\%MM$ des variables $\%MANAG$, $\%FIN$ et $FLOT$. Ceci conduit à proposer les modèles 1 et 2. La deuxième technique, purement empirique, n'exclut *a priori* aucune variable et s'applique alors à un échantillon de 81 filiales (41 retirées et 40 non retirées), pour lesquelles l'ensemble des variables est disponible.

²¹ Cette mesure est proposée par J.H. Aldrich, F.D. Nelson [1984]. Elle se calcule par la statistique $C / (N+C)$, où C est égal à $-2 \log$ (rapport de vraisemblance). Ce pseudo- R^2 varie de 0 à 1. Les auteurs recommandent cependant de l'utiliser avec précaution, en particulier parce qu'il n'est pas communément admis par l'ensemble des chercheurs qui restent divisés quant au choix d'un pseudo- R^2 . Néanmoins, il nous fournira une indication quant au pouvoir explicatif du modèle testé.

²² On peut déterminer les erreurs de classification lorsque le modèle prédit un retrait alors qu'il s'agit d'une société non retirée et vice versa. Le retrait sera pré-

On commence avec le modèle contraint, qui n'inclut que la constante, puis on procède « pas à pas » à la sélection des variables en retenant, jusqu'à épuisement, celles dont le seuil de signification est inférieur à 5 %. Cette technique aboutit au modèle 3 qui permet de tester si les variables *CUMPd_g*, *%MM*, *RECO*, *ROT* et *DURMAND* exercent une influence sur la probabilité qu'une filiale soit retirée. Nous testerons enfin, dans un modèle 4, les variables issues du croisement de ces deux techniques.

Le tableau 2 présente les estimations par le maximum de vraisemblance du modèle Logit pour les différents modèles retenus.

Le tableau rappelle, pour chacune de nos hypothèses, les signes attendus pour les estimateurs associés à chacune des variables, la statistique C qui les accompagne ainsi que sa significativité (p).

Au regard du critère de la validité générale, les tests concluent tous à la significativité de nos modèles. La statistique C du rapport de vraisemblance est significative au seuil de 1% pour les quatre modèles ; le pseudo- R^2 attribue à nos modèles un pouvoir explicatif de l'ordre de 0,33 ; enfin, *ex post* nos modèles permettent de classer entre 76 et 81,5 % des retraits réellement observés.

Relativement aux estimateurs, les tests concluent à la significativité de cinq variables. Précisons que dans une régression logistique les estimateurs s'interprètent d'un point de vue ordinal et non cardinal, autrement dit, seuls les signes associés nous intéressent. D'où les conclusions suivantes : (1) Plus le capital est concentré entre les mains de la maison-mère et plus la probabilité qu'elle puisse initier un retrait est grande. Quel que soit le modèle utilisé, la variable *%MM* est statistiquement significative au seuil de 5 % ou mieux. Il est clair qu'il sera d'autant plus facile pour la maison-mère de retirer sa filiale qu'elle contrôle une fraction importante de son capital, face à des minoritaires très isolés. Par ailleurs, le coût de l'opération est plus faible à mesure que le pourcentage d'actions à racheter diminue.

dit si la probabilité P_i estimée dépasse 0,5.

Tableau 2 – Déterminants du retrait volontaire d'une filiale

Variables et signe attendu		Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4	
		Estimateur	p	Estimateur	p	Estimateur	p	Estimateur	p
Const.		0,04 (0,001)		4,54 (4,77)		-0,297 (0,10) ²³		-0,71 (0,8)	
<i>RECO</i>	-		1,347 (1,88)	0,17	...	
<i>CAPEND</i>	+	-0,027 (0,22)	0,638	-0,04 (0,67)	0,409	
<i>TXEND</i>	-	0,525 (1,15)	0,282	0,696 (1,69)	0,192	
<i>%MM</i>	+	2,60** (5,8)	0,016	...		3,662*** (11,73)	0,0006	4,13*** (17,69)	0,0001
<i>%MANA G</i>	-	...		-1,4 (1,16)	0,28	
<i>%FIN</i>	-	...		-3* (3,47)	0,0623	
<i>FLOT</i>	-	...		-0,52 (1,87)	0,1714	
<i>ROT</i>	-	-0,046** (4,99)	0,025	-0,04** (3,96)	0,0466	-0,06*** (6,96)	0,0083	-0,04*** (7,97)	0,0001
<i>DURMA ND</i>	+/-	-0,0002 (2,65)	0,103	-0,0002 (2,56)	0,109	-0,0002** (4,44)	0,0349	-0,0002** (5,46)	0,019
<i>CUMPdg</i>	+/-	-0,569*** (7,73)	0,005	-0,58*** (7,51)	0,006	-0,4666** (6,5)	0,0108	-0,38** (10,1)	0,015
<i>CONF</i>	+	0,43 (0,33)	0,565	1,17 (1,93)	0,164	
Nombre d'obs.		75		74		81		119	
Nbre filiales retirées		35		35		41		65	
C p		38,13*** 0,0001		37,76*** 0,0001		41,83*** 0,0001		56,86*** 0,0001	
Pseudo-R ²		0,33		0,34		0,34		0,32	
Classif. globale		77,7 %		77,5 %		75,3 %		77,3 %	
Classif. retraits		76 %		80,2 %		78 %		81,5	

* : significatif à 10 % ; ** : significatif à 5 % ; *** : significatif à 1 %

²³ Valeur de la statistique C permettant tester la signification de l'estimateur, en fonction du seuil p.

(2) Plus la rotation du titre est faible, plus la maison-mère sera incitée à retirer sa filiale. Cette influence de la variable *ROT* est significativement négative au seuil de 5% ou mieux dans les quatre modèles, le flottant n'exerçant quant à lui aucune influence significative. Face à un marché étroit, la maison-mère doit intervenir plus souvent pour soutenir la liquidité des titres de sa filiale et subit donc une augmentation des coûts techniques. Le retrait permet de les économiser. Par ailleurs, la faiblesse du taux de rotation indique également que la discipline des marchés financiers a du mal à s'exercer, de surcroît en présence d'un actionnaire important. Cette inefficience des marchés peut également inciter la maison-mère et son dirigeant à retirer la filiale.

(3) Moins le *manager* est enraciné, plus la probabilité du retrait de la filiale qu'il dirige sera importante. Dans les quatre modèles, au seuil de 5% ou mieux, la présence d'un *manager* n'exerçant qu'un faible nombre de mandats de Pdg influence le retrait. Par ailleurs, les tests révèlent que la variable *DURMAND* est significative et négative aux seuils de 10% (modèles 1 et 2) et 5% (modèles 3 et 4). Ces résultats corroborent l'idée que le dirigeant de la maison-mère sera d'autant plus incité à retirer la filiale que le *manager* y est peu enraciné, plus maniable, moins disposé à s'opposer au retrait et, plus particulièrement, à la centralisation de pouvoir qu'il suppose. Le *manager* est alors perçu comme un simple subordonné qui ne constitue nullement un obstacle à la poursuite de la carrière du dirigeant.

(4) Moins la filiale compte d'actionnaires financiers dans son capital et plus la probabilité qu'elle soit retirée augmente. Cette influence de la variable *%FIN* dans le modèle 2, bien qu'elle ne soit significative qu'au seuil de 6,3%, semble signaler que lorsqu'une filiale échappe au contrôle des actionnaires financiers, la maison-mère est plus susceptible de la retirer. Toutes choses égales par ailleurs, le dirigeant disposera après le retrait d'une plus grande liberté pour accroître son espace discrétionnaire.

(5) Les conflits qui peuvent opposer les minoritaires au groupe ne constituent pas une réelle incitation au retrait, comme l'indique la variable *CONF* qui, bien qu'ayant le signe attendu, n'est pas significative. Le dirigeant et la maison-mère ne semblent pas craindre ces conflits au point

de vouloir retirer la filiale. Ce résultat nuance les conclusions issues de l'analyse univariée.

(6) La seule variable de performance *RECO* retenue par la sélection « pas à pas » n'apparaît pas significative²⁴ et n'a pas le signe attendu. Tout en confirmant les résultats de l'approche univariée, selon lesquels les filiales retirées n'étaient pas moins performantes, le signe positif semble même indiquer que plus la filiale est performante, plus l'incitation au retrait est forte. Le retrait pourrait alors signifier une captation totale des richesses de la filiale par la maison-mère.

(7) Les coefficients, respectivement négatif et positif, de la capacité et du taux d'endettement n'ont pas le signe attendu (confirmant les tests univariés) et ne sont pas significatifs. La structure financière de la filiale ne joue donc aucun rôle dans son retrait.

Afin d'analyser l'ensemble de nos variables, neuf autres modèles ont été testés. Aucune des variables non sélectionnée dans les quatre modèles qui précèdent n'apparaît significative au seuil de 10 %, confirmant ainsi nos résultats univariés. Ceci conduit aux conclusions suivantes : on ne retire pas la filiale parce qu'elle est de petite taille ou qu'elle affiche de mauvaises performances. Nous ne retrouvons pas les conclusions des études américaines.

- Les conditions de marché n'ont aucune influence sur la décision de retrait, qui semble bel et bien dépendre de facteurs spécifiques au groupe.

- Que la filiale ait réalisé ou non des augmentations de capital dans la période précédant le retrait ne semble avoir guère d'importance sur la décision de retrait.

- Le fait d'être cotée au Second marché plutôt qu'à la Cote officielle n'est pas un élément décisif.

- La présence d'investisseurs institutionnels dans le capital n'incite pas au retrait. La maison-mère ne cherche donc pas à se soustraire à leur contrôle en retirant la filiale.

²⁴ Cependant, si cette variable a été sélectionnée, c'est qu'elle était significative lors de son introduction dans le modèle au seuil de 5%, mais une fois confrontée aux autres variables, elle a perdu de sa significativité.

- L'âge du *manager* n'influence pas la probabilité de retrait. Ainsi, même si le *manager* peut être tenté en fin de carrière d'augmenter ses prélèvements discrétionnaires, cela ne semble pas constituer une raison suffisante pour déclencher un retrait.

Notre objectif étant de tester nos différentes grilles d'analyse du retrait, rapprochons à présent les résultats de nos tests univariés et multivariés des prédictions théoriques énoncées dans la section 4.

Dans l'ensemble, ces résultats ne corroborent que très partiellement les prédictions issues de la théorie de l'agence et des coûts de transaction, pour lesquelles le retrait est une décision source d'efficience. En revanche, il apparaît que la prise en compte des relations de pouvoir au sein du groupe, en particulier l'enracinement du *manager*, permet de mieux analyser la décision de retrait, validant ainsi l'élargissement de nos grilles théoriques à la théorie de la latitude managériale, en cohérence avec la spécificité des retraits volontaires français, et cela, sans *a priori* sur leur efficience.

Relativement à la théorie de l'agence, trois conclusions se dégagent :

- La présence d'un actionnariat minoritaire, quoique plus conflictuelle, n'exerce pas une influence significative sur la décision de retrait, même si, une fois le retrait décidé, les minoritaires sont définitivement évincés du groupe.

- Le gouvernement d'entreprise de la filiale, même s'il n'est pas relayé par la présence du *management* ou d'investisseurs financiers dans le capital, ne semble pas moins efficace : la filiale retirée affiche des performances identiques à celles d'une filiale restant cotée et le pouvoir de contrôle exercé par le conseil d'administration n'est pas plus faible.

- La discipline exercée par les marchés est plus faible dans un marché peu liquide et concentré, ce qui influence la décision de retrait.

Ainsi, parmi les prédictions issues de la théorie de l'agence, seule la volonté de se soustraire au mécanisme de gouvernement que représente le marché boursier est réellement validée. Toutefois, cette inefficacité du marché n'est pas associée à une diminution des performances de la filiale.

Relativement à la théorie des coûts de transaction, les coûts techniques sont plus élevés dans une filiale retirée, sans pour autant constituer

un argument suffisant pour inciter la maison-mère à retirer sa filiale. Par ailleurs, les retraits n'ont pas lieu principalement pendant des périodes « froides » d'émission. Enfin, l'arbitrage entre dettes et fonds propres paraît remis en cause étant donné le faible potentiel d'endettement des sociétés retirées. Pour toutes ces raisons, les prédictions issues de la théorie des coûts de transaction sont globalement rejetées.

Les prédictions issues de la théorie de la latitude managériale énonçaient que le *manager*, qu'il soit faiblement ou fortement enraciné, influençait la décision de retrait. Nos résultats confirment et précisent ces prédictions, en révélant que la présence d'un *manager* peu enraciné à la tête de la filiale représente pour le dirigeant une incitation au retrait. Loin d'être menacé par le *manager*, le dirigeant sait, lorsqu'il décide de retirer la filiale, qu'il aura ensuite toute latitude pour accroître son espace discrétionnaire, notamment en centralisant au niveau de la maison-mère certains droits de décisions auparavant délégués au *manager* de la filiale. Cet équilibre établi entre leurs espaces discrétionnaires ne semble pas inefficace pour la filiale, puisqu'elle n'est pas moins performante qu'une filiale non retirée. Parallèlement, la présence d'un *manager* davantage enraciné à la tête des filiales qui restent cotées s'avère être compatible avec le principe d'efficacité, rappelant ainsi qu'on ne peut pas conclure nécessairement à l'inefficacité des stratégies d'enracinement.

Conclusion

Cette recherche avait pour objectif d'expliquer le phénomène des retraits volontaires de la cote en France en mettant en évidence, à partir de différentes grilles théoriques, les caractéristiques distinctives d'une société retirée ainsi que les variables qui influencent le retrait.

L'analyse discriminante univariée nous a permis d'identifier les principales caractéristiques des retraits volontaires :

- Caractéristiques financières : elles ne sont pas moins performantes que les filiales qui restent cotées. Elles disposent d'un potentiel d'endettement plus faible.

- Caractéristiques actionnariales : le capital des filiales retirées est très concentré et révèle une faible implication du *management* de la filiale et des investisseurs financiers. Les minoritaires étaient davantage susceptibles de rentrer en conflit avec le groupe.
- Caractéristiques boursières : le marché de ses titres est beaucoup moins actif.
- Caractéristiques managériales : le *manager* de la filiale, proche de la retraite, est peu enraciné : il est à la tête de la filiale depuis peu de temps et ne détient le plus souvent aucun autre poste de Pdg.
- Caractéristiques du conseil d'administration : le potentiel de contrôle du conseil de la filiale retirée ne diffère pas de celui d'une filiale restant cotée.

L'analyse discriminante multivariée a montré que le retrait est plus influencé par des variables actionnariales et managériales que par des variables financières ou boursières (à l'exception du taux de rotation). En dépit d'un faible contrôle des marchés et des investisseurs financiers, il semble que la présence massive de la maison-mère suffise à conserver un gouvernement d'entreprise efficace. Nos résultats ne corroborent donc que partiellement la théorie explicative de l'agence. Par ailleurs, les conditions de marché, la taille de la filiale ou, encore, la nature des actifs à financer, n'influencent pas la décision de retrait, réfutant les principales hypothèses issues de la théorie des coûts de transaction. Le retrait ne peut donc être considéré comme l'abandon d'un mode de financement. Le retrait traduirait plus une décision stratégique qui peut s'analyser, au niveau du groupe, comme une volonté de resserrement des structures, mais aussi, au niveau de son dirigeant, comme l'expression d'une stratégie conservatrice visant à renforcer son pouvoir, à l'abri des marchés, hors la présence d'investisseurs financiers. Il est aidé en cela par un *manager* nommé récemment à la tête de la filiale et qui, peu enraciné, trop âgé pour développer une stratégie de carrière externe, ne représente aucun danger pour le dirigeant. La prise en compte des relations de pouvoir entre le dirigeant et les autres partenaires du groupe, en particulier le *manager* de la filiale, permet ainsi de mieux expliquer la décision de retrait, ce qui semble corroborer la théorie de la latitude managériale. De surcroît, nos résultats indiquent que l'équilibre établi entre

l'espace discrétionnaire du *manager* et celui du dirigeant est compatible avec l'efficacité de la filiale.

Si nous nous interrogeons sur la validité interne de notre recherche, ces résultats témoigneraient alors de la nécessité d'élargir le cadre de la théorie contractuelle des organisations, notamment en faisant appel aux notions de pouvoir, de réputation et de dépendance, même s'il n'existe pas encore une véritable théorie du comportement des dirigeants.

Bibliographie

- Aldrich J.H., Nelson F.D. [1984], *Linear Probability, Logit and Probit Models*, Sage publication.
- Barber B.M., Lyon J.D. [1996], « Detecting Abnormal Operating Performance : the Empirical Power and Specification of Test Statistics », *Journal of Financial Economics*, n° 41, p. 359-399.
- Bayless M., Chaplinsky S. [1996], « Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance ? », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, March, p. 253-278.
- Bultel E. [1994], « Cohérence externe des théories du financement hiérarchique », *Cahier de recherche du CREGO*, n° 9405.
- Charreaux G. [1991], « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42, mai, p. 521-552.
- Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in *Le gouvernement des Entreprises*, G. Charreaux (Éd.), *Économica*.
- Choe K., Masulis R.W., Nanda V. [1993], « Common Stock Offerings Across the Business Cycles », *Journal of Empirical Finance*, n° 1, p. 3-31.
- De Angelo H. et al. [1984], « Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth », *Journal of Law and Economics*, vol. 27, p. 367-401.
- De Angelo H., De Angelo L. [1987], « Management Buyouts of Publicly Traded Corporations », *Financial Analysts Journal*, May-June, p. 38-49.

- Dierkens N. [1991], « Information Asymmetry and Equity Issues », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 181-198.
- Godard L. [1996], « Conseil d'administration, stratégie et performance financière », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- Hermalin B., Weisbach M. [1988], « The Determinants of Board Composition », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, p. 589-606.
- Jensen M.C. [1989], « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October, p. 61-75.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structures », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 78-133.
- Jensen M.C., Murphy K.J. [1990], « CEO Incentives : It's Not How Much You Pay, But How », *Harvard Business Review*, May-June, p. 138-153.
- Jones T.M. [1995], « Instrumental stakeholder theory : a synthesis of ethics and economics », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 2, p. 404-437.
- Kim W.S., Lyn E.A. [1991], « Going Private : Corporate Restructuring Under Information Asymmetry und Agency Problems », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 18, n° 5, September, p. 637-648.
- Lawrence E.C. [1986], « A Comparison Analysis of Public Firms Going Private », *Review of Business and Economic Research*, vol. 21, n° 2, p. 1-17.
- Lehn K., Poulsen A. [1989], « Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, p. 771-787.
- Marsh P. [1982], « The Choice Between Equity and Debt : an Empirical Study », *Journal of Finance*, vol. 37, n° 1, March, p. 121-144.
- Maupin R.J. [1987], « Financial and Stock Market Variable as Predictors of Management Buy Outs », *Strategic Management Journal*, vol. 8, p. 319-327.
- Milgrom P., Roberts J. [1992], *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.

Mukherjee T.K., Varela O. [1993], « Corporate Operating Performance Around the Proxy Contest », *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 20, n° 3, April, p. 417-425.

Onnée S. [1998a], *Motivations et effets attendus du retrait de la cote : le cas français*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Grenoble 2.

Onnée S. [1998b], « Le retrait de la cote en France : une approche juridique, exploratoire et internationale », *La Revue du Financier*, n° 117, à paraître.

Paquerot M. [1996], « Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne.

Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Management Entrenchment : the Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, p. 123-139.

Williamson O.E. [1988], « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, juillet, p. 567-591.

Zajac E.J., Westphal J.D. [1996], « Director Reputation, CEO-Board Power, and the Dynamics of Board Interlocks », *Administrative Science Quarterly*, vol. 41, p. 507-529.

Annexe 1 – Sources de données

(1) Sources de données comptables : nous avons utilisé la Centrale de bilans de la Caisse des dépôts et consignations. Les données ont été recueillies à partir des états financiers sociaux.

(2) Sources de données sur les liens financiers : nous avons utilisé la base de données Dafsa-Liens ainsi que les données collectées par L. Godard [1996] pour déterminer la structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration.

(3) Sources de données sur le Pdg de la filiale : pour connaître l'âge et la durée du mandat du *manager* ou le cumul des postes qu'il occupait à la date du retrait, nous avons repris la base de données constituée par

M. Paquerot [1996] pour sa thèse. Nous avons également utilisé l'*Encyclopédie périodique, économique, politique et administrative*.

(4) Sources de données boursières : nous avons utilisé la base de données Affi-Sbf ainsi que l'*Année boursière* des années 1990 à 1996.

Annexe 2 – Distribution des retraits : par secteur, capitalisation et année

<i>Par Secteur</i>		<i>Par Capitalisation</i>		<i>Par Années</i>		
Code NAF	Nom du secteur	Nombre	Capitalisation	Nom- bre	Années	Nombre
14	Activités extractives	1	inférieure à 10 MF	8	1990	22
15	Industries alimentaires	6	entre 10 et 50 MF	19	1991	24
17, 19	Textile, cuir	3	entre 50 et 100 MF	10	1992	26
20, 21	Bois, papier	4	entre 100 et 200 MF	14	1993	24
22	Imprimerie, édition	3	entre 200 et 300 MF	10	1994	13
23 à 25	Raffinerie, Chimie	11	entre 300 et 400 MF	11	1995	12
26	Minéraux	2	entre 400 et 500 MF	5	1996 ²⁵	6
29	Machines, équipement	5	entre 0,5 et 1 Mds F	18		
31	Appareil électrique	3	entre 1 et 2 Mds F	13		
32	Équipement radio, télé	1	entre 2 et 5 Mds F	10		
33	Précision, optique	11	entre 5 et 10 Mds F	5		
34	Automobile	2	entre 10 et 11 Mds F	2		
36	Meubles, divers	3				
40	Production électrique	1				
45	Construction	7				
51	Intermédiaires, grossis-	5				
60 à 63	tes	5				
65	Transport	30				
66	Intermédiaire financier	7				
70	Assurance	8				
72	Immobilier	6				
74	Informatique	11				
92	Sociétés de portefeuille Culture	1				

²⁵ Jusqu'à juin 1996.