

De l'influence du caractère **familial** des sociétés sur le **cours** **de bourse**

L'auteur étudie les réactions du marché français aux émissions de titres en distinguant le caractère familial ou non familial des entreprises émettrices. L'étude porte sur la période 1991-1998 et sur un échantillon de 141 sociétés familiales et non familiales, cotées en France (premier et second marchés). L'impact sur les cours boursiers des émissions d'actions et d'obligations optionnelles est différent selon le caractère de la firme émettrice. Les intervenants sur le marché ne semblent donc pas neutres face au type de contrôle, du capital et de la gestion des entreprises.

Les entreprises familiales occupent de nos jours une place prédominante dans le système économique. Aux États-Unis, elles représentent au moins 90 % des sociétés et contribuent à réaliser entre 30 et 60 % du produit national brut (PNB). En Europe, leur contribution au PNB est estimée entre 45 et 60 % selon les pays. Cette importance justifie l'intérêt tant des professionnels que des universitaires pour le phénomène « entreprise familiale ». Cet intérêt est essentiellement anglo-saxon même si, depuis récemment, la communauté scientifique française développe d'importantes investigations sur ce thème¹.

Définir une entreprise familiale n'est pas une tâche aisée, une des difficultés étant que la quasi-totalité des systèmes juridiques ne distingue pas en tant que telle l'entreprise familiale de la non familiale. En première

1. Comme en témoignent, par exemple, les travaux de Allouche et Amann (1995, 1998, 2000), de Mahéroult (1996, 1998), ou encore la création, en 1996, à l'INSEAD d'une chaire destinée à l'étude des grandes entreprises familiales et en 1998 à l'IRGAE – Université Bordeaux IV du CREF (Centre de recherches sur les entreprises familiales). La revue Finance Contrôle et Stratégie a par ailleurs consacré un dossier spécial au thème de l'entreprise familiale (vol. 3, n° 1, mars 2000).

approche, l'entreprise familiale peut être considérée comme une société dans laquelle une famille donnée détient la majorité des droits de vote lui assurant le contrôle du capital social (la tendance actuelle consiste cependant à retenir 3 critères pour identifier une société en mains familiales, voir *infra*). La comparaison des entreprises familiales et non familiales révèle des différences significatives au niveau notamment de la performance et de la structure financière.

Partant de ce constat, cette recherche vise à comparer, entre entreprises familiales et non familiales cotées, l'impact sur le marché du choix d'une structure financière. Le partage des ressources entre dettes et capitaux propres relève-t-il des mêmes motivations selon le type de société, familial ou non familial ? Du fait de l'accroissement du rôle du marché financier dans le financement des entreprises, les opérations financières prises en compte sont les émissions d'actions et les émissions d'obligations, classiques et optionnelles. Cette recherche utilise la technique des études d'événement et réalise, pour la première fois², une étude comparative sur les réactions des cours boursiers aux émissions de différents titres en distinguant le caractère familial ou non familial de la société émettrice. Elle s'organise autour de quatre sections. La première présente une revue synthétique de la littérature sur l'entreprise familiale. La deuxième résume les hypothèses de recherche. La démarche méthodologique est décrite dans

une troisième section. Enfin, la dernière section analyse les résultats empiriques.

I. – UNE REVUE SYNTHÉTIQUE DE LA LITTÉRATURE SUR L'ENTREPRISE FAMILIALE

À la suite d'une revue de la littérature sur le thème de l'entreprise familiale, deux grands types d'études peuvent être identifiés selon la problématique de recherche envisagée :

- la définition de l'entreprise familiale,
- les spécificités des entreprises familiales par rapport aux autres firmes.

Le premier courant de recherche vise à proposer une définition de l'entreprise familiale. Il est, en effet, difficile d'identifier clairement ce concept car, le même terme « entreprise familiale » regroupe des formes juridiques et économiques variées. Il peut s'agir aussi bien d'une petite structure artisanale « monoproduit » que d'une grande entreprise internationale diversifiée. Par ailleurs, le concept d'entreprise familiale ne se limite pas à un contrôle monofamilial mais peut s'étendre à un contrôle plurifamilial (Allouche et Amann, 2000).

Trois grands critères sont traditionnellement retenus pour identifier l'entreprise familiale (Allouche et Amann, 1998).

1) Le taux de contrôle du capital par la famille : certains auteurs, tels Barry (1975), définissent l'entreprise familiale comme une société anonyme, un partenariat ou une société unipersonnelle dans laquelle une famille donnée détient la majorité des droits de vote lui assurant le contrôle du capital

2. À notre connaissance, aucune étude semblable n'a été réalisée sur le thème particulier des entreprises familiales. Des études d'événements portant sur les émissions de titres ont été conduites sans distinction entre firmes familiales et non familiales.

social. Il ne peut s'agir cependant que d'un contrôle relatif ; ce qui compte, en fait, c'est qu'aucun autre groupe d'actionnaires n'ait un poids supérieur aux actionnaires familiaux (Allouche et Amann, 2000). De ce point de vue, Gallo et Estapé (1992) considèrent qu'une entreprise est en mains familiales, lorsqu'une ou deux familles possèdent plus de 10 % du capital de cette société et que la somme des parts détenues par les 3 plus grands actionnaires suivants atteint moins d'un tiers du montant appartenant à cette famille ou à ces 2 familles.

trois critères identifient
l'entreprise familiale :
le taux de contrôle du capital,
le degré d'implication
dans le management
et la volonté de transmettre
l'entreprise aux générations
suivantes

2) Le degré d'implication de la famille dans le management : une société est dite familiale dès qu'une (ou plusieurs) famille exerce une influence déterminante sur les orientations stratégiques et/ou la culture de la société, et cela, même si elle ne possède pas la majorité des droits de vote (Lank, 1992). Pour Christensen (1953), l'entreprise est dominée par la famille dans le sens où cette dernière lui donne son nom, l'imprègne de ses traditions, lui fournit les dirigeants et est (ou a été) propriétaire d'une partie des actions. Il peut donc arriver que le dirigeant n'appartienne pas à la famille mais sa nomination dépend exclusivement du choix des actionnaires familiaux.

3) La volonté de transmettre l'entreprise aux générations suivantes : l'objectif prioritaire est la pérennité de la société dans le

souci de transmettre un patrimoine aux générations suivantes (Mignon, 2000 ; Mouline, 1999, 2000). La principale préoccupation des dirigeants/propriétaires est en effet la survie de leur firme (Hirigoyen, 1984). De ce point de vue, Donnelley (1964) précise qu'une entreprise est considérée comme familiale, dès lors qu'elle est fortement identifiée à une famille durant au moins deux générations. Une illustration de cet objectif de pérennité est fournie par l'Association des Hénokiens qui regroupe les 27 plus vieilles entreprises familiales du monde (200 ans d'âge au moins) dont la doyenne est âgée de plus de 1 300 ans.

Le second courant de recherche vise à comparer les caractéristiques des entreprises familiales et non familiales et conclut à des différences significatives entre les deux catégories de firmes (Mourgues, 1987 ; Charreaux, 1990 ; Donckels et Frölich, 1991 ; Daily et Dollinger, 1992 et 1993 ; Gallo et Estapé, 1992 et 1994 ; Allouche et Amann, 1995 et 1998 ; Mahéault, 1996 et 1998). Les spécificités des entreprises familiales se situent au niveau de la performance (dans ses différentes acceptions) et de la structure financière. Les entreprises familiales apparaissent en moyenne plus performantes que les autres catégories de firmes.

les entreprises familiales
apparaissent en moyenne plus
performantes et moins endettées
que les autres catégories
de firmes

En distinguant les sociétés managériales, familiales et contrôlées, Mourgues (1987) puis Charreaux (1990) montrent que le mode d'organisation et la structure de propriété des entreprises influencent la perfor-

mance économique: les entreprises familiales affichent en moyenne des taux de rendement économique supérieurs à ceux des autres firmes. Plus récemment, Allouche et Amann (1995) ont mis en évidence des différences significatives de performances économique, financière et sociale entre firmes familiales et non familiales. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, *a priori* moins importants dans le cas des entreprises familiales, sont présentés comme une première justification à cette supériorité de performance. La notion de confiance apparaît comme une autre explication possible (Allouche et Amann, 1998 ; Chami, 1997 ; Fukuyama, 1995). Les entreprises familiales se caractérisent par une organisation de type « clanique » dont les membres partagent des valeurs communes telles que l'altruisme et l'amour de la firme (Bergstrom, 1994)³. Les entreprises familiales présentent également des spécificités en termes de structure financière. Elles sont en moyenne moins endettées que les entreprises managériales (Agrawal et Nagarajan, 1990 ; Allouche et Amann, 1995 ; Gallo et Vilaseca, 1996). Elles privilégient, en effet, leur indépendance financière et développent une politique de fonds propres pour financer leurs investissements: le ratio endettement / fonds propres est plus faible pour les entreprises familiales que non familiales (Gallo et Vilaseca, 1996). Par ailleurs, les entreprises familiales pratiquent traditionnellement une politique de non distribution des dividendes (Hirigoyen, 1982). Le pourcentage de capital détenu par les dirigeants a un

impact négatif sur le taux de distribution des résultats, et les sociétés en mains familiales apparaissent en moyenne moins généreuses que les autres catégories de firmes (Calvi-Reveyron, 2000).

Il semble donc que le comportement financier des sociétés en mains familiales découle d'une logique financière différente de celle des entreprises non familiales. Dans un tel contexte, il est intéressant de se demander si le choix de la structure financière, c'est-à-dire le partage des ressources entre dettes et capitaux propres, véhicule les mêmes informations selon le type de société. Dans le cadre de cette recherche, seules les opérations de financement par recours aux marchés de capitaux sont étudiées. Il s'agit du financement par emprunt obligataire, du financement optionnel (émissions d'obligations convertibles, d'obligations à bons de souscription d'actions et d'obligations remboursables en actions) et du financement par fonds propres (émissions d'actions avec ou sans droit préférentiel de souscription). L'augmentation de capital par incorporation de réserves n'est pas prise en compte, car il s'agit d'une opération blanche sans influence sur la richesse des actionnaires. Ce travail examine donc les réactions des cours boursiers aux émissions des différents titres en distinguant le caractère familial ou non de la société émettrice. Les intervenants sur le marché financier perçoivent-ils de manière identique une émission de titres selon qu'il s'agisse d'une entreprise familiale ou non familiale ? En d'autres termes, est-ce que les investisseurs sont neutres face

3. De ces valeurs partagées naît la confiance qui se manifeste à trois niveaux: la confiance entre les dirigeants, la confiance entre les dirigeants et les salariés, la confiance entre l'organisation et l'environnement.

au type de contrôle, du capital et de la gestion, des entreprises ?

II. – LE TYPE DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ ET LES RÉACTIONS DES COURS BOURSIERS ASSOCIÉES AUX ÉMISSIONS DE TITRES : LES HYPOTHÈSES

Trois séries d'hypothèses sont formulées en fonction des émissions de titres : obligations, actions et obligations optionnelles.

Hypothèse 1: L'annonce d'une émission d'obligations est supposée avoir un impact positif sur les cours boursiers des entreprises non familiales et non significatif sur les cours des entreprises familiales.

Cette hypothèse se justifie au regard de la théorie de l'agence. Selon la typologie des organisations proposée par Fama et Jensen (1983), les entreprises familiales peuvent être définies comme des sociétés de type fermé. Il s'agit d'organisations non complexes⁴ dans lesquelles les fonctions propriété (prise de risque) / décision / contrôle sont remplies par les mêmes agents. À l'inverse, les entreprises non familiales ou managériales correspondent à des organisations ouvertes, caractérisées par un degré élevé de complexité et par une séparation des fonctions propriété / décision / contrôle. Le fonctionnement de ce type de structure repose sur la mise en place de relations d'agence entre propriétaires et gestion-

naires. Ces derniers sont mandatés par les actionnaires pour exercer la fonction de direction et pour agir au mieux de leurs intérêts. Cependant, les agents sont supposés rationnels et, en raison des divergences d'intérêts entre individus, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits. Dans ce contexte, les entreprises peuvent utiliser l'endettement comme un moyen de discipliner les dirigeants. Ce mode de financement constitue pour Jensen et Meckling (1976), une incitation à la performance dans la mesure où les « managers » risquent de perdre leurs emplois et donc leurs rémunérations (financière et non pécuniaire) s'ils n'honorent pas leurs créanciers, ce qui est une menace suffisante pour les inciter à adopter une gestion performante. Pour Jensen (1986), une émission de dettes contraint les dirigeants à verser le *free cash-flow*⁵ sous forme d'annuités et permet ainsi de limiter leur consommation privée. Enfin, pour Harris et Raviv (1990), la dette oblige les dirigeants à liquider plus tôt la société en cas de faillite, permettant ainsi aux actionnaires de récupérer une part plus importante de leur investissement initial. Par conséquent, pour les entreprises managériales, une émission d'obligations constitue un moyen de réduire les coûts d'agence entre actionnaires et dirigeants et l'annonce d'une telle opération doit influencer positivement les cours boursiers. Dans le cas des entreprises familiales, la situation semble différente.

4. Selon Fama et Jensen (1983), la non complexité d'une organisation signifie que les connaissances et informations spécifiques nécessaires à la décision et au contrôle peuvent être concentrées entre les mains d'un petit nombre d'agents.

5. Le *free cash-flow* est défini comme l'excédent de liquidités, dégagé après que tous les projets à valeur actuelle nette positive aient été financés.

Les sociétés en mains familiales ont *a priori* moins besoin d'émettre de dettes pour résoudre les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, la principale raison étant que le gestionnaire est généralement lié aux propriétaires, soit par des liens de parenté, soit par la détention

les sociétés familiales ont *a priori* moins besoin d'émettre de dettes pour résoudre les divergences d'intérêt entre dirigeants et actionnaires

d'une partie du capital de la société. De ce point de vue, le comportement du dirigeant paraît moins risqué et les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse semblent moins fréquents. Une autre justification peut être trouvée dans la théorie de la famille développée par Becker (1981) selon laquelle la famille est dominée par l'altruisme et la recherche du bien être collectif. L'auteur suppose une famille composée de différents membres dont un altruiste et des égoïstes. Pour satisfaire l'objectif prioritaire du bien être collectif, l'altruiste va répartir la richesse globale entre les différents parents et son comportement va influencer celui des agents égoïstes. Si ces derniers prennent en effet des décisions qui leur profitent personnellement au détriment des autres membres de la famille, l'altruiste va répartir la richesse globale de telle sorte que les actions des égoïstes restent sans effet sur la richesse individuelle de chacun⁶. Par analogie, les entreprises familiales sont dominées par l'altruisme et la

recherche de l'intérêt collectif motive les décisions (Chami, 1997). Ainsi, les gestionnaires agissent de façon à maximiser la valeur globale de l'entreprise et les conflits d'intérêts entre dirigeants et propriétaires s'en trouvent réduits. L'annonce d'une émission d'obligations classiques est donc supposée sans influence sur les cours boursiers des entreprises familiales.

Hypothèse 2: L'annonce d'une émission d'actions est supposée influencer dans le même sens les cours boursiers des entreprises familiales et non familiales. Cette influence doit être négative.

La littérature théorique explique habituellement cette chute des cours :

- soit par un transfert de richesse des actionnaires aux obligataires : une émission d'actions diminue le niveau du levier financier et réduit par conséquent le niveau du risque des dettes. Ceci augmente la valeur des dettes et réduit parallèlement la valeur des actions (en supposant que la valeur globale de la firme reste inchangée),
- soit par un signal défavorable perçu par le marché : en présence d'informations asymétriques au sujet de la valeur des actifs en place et des opportunités d'investissements, une émission d'actions signale une surévaluation de l'entreprise (Myers et Majluf, 1984 ; Lucas et McDonald, 1990).

En effet, lors d'une émission d'actions nouvelles, l'asymétrie d'informations entre dirigeants et investisseurs rend difficile l'appréciation du prix d'émission. Ainsi, en considérant une augmentation de capital sans droit préférentiel et dont le prix

6. Ceci constitue le *Rotten Kid Theorem* de Becker (1981).

d'émission des actions nouvelles est proche du cours de l'action ancienne au moment de l'opération, deux cas peuvent être distingués (Goffin, 1999) :

1) Si le cours de l'action ancienne est sous-évalué, le prix d'émission sera trop faible au détriment des anciens actionnaires par rapport aux actionnaires nouveaux. Les dirigeants, soucieux des intérêts des actionnaires initiaux et disposant d'informations quant à la sous-évaluation du titre, ne procéderont pas à une émission d'actions.

2) Si le cours de l'action ancienne est sur-évalué, le prix d'émission sera alors trop élevé entraînant un préjudice des actionnaires nouveaux par rapport aux propriétaires initiaux. Les dirigeants, qui maximisent la richesse des actionnaires initiaux et qui disposent d'informations suffisantes pour constater la surévaluation du titre, seront favorables à l'émission. Dès lors, en présence d'informations asymétriques, une émission d'actions possède pour les investisseurs un contenu informatif important. Elle signifie, d'une part, que l'action est surévaluée et, d'autre part, que les dirigeants ont peu confiance en l'avenir⁷. Une baisse anormale des cours est généralement observée lors d'une émission d'actions (Hansen et Crutchley, 1990).

Hypothèse 3: L'annonce d'une émission d'obligations optionnelles doit avoir un impact négatif sur les cours des entreprises non familiales et un impact non significatif sur les cours des entreprises familiales.

Les titres optionnels conduisent à un financement par fonds propres, car ils représentent des capitaux futurs aléatoires. Ils sont

ainsi reclassés dans les capitaux propres et ne sont plus perçus comme de l'endettement classique. Pour Davidson, Glascock et Schwartz (1995), le signal émis par les émissions d'obligations convertibles est défavorable et, en moyenne, de même nature et de même ampleur que celui transmis par les augmentations de capital. Ces auteurs mettent en évidence une relation entre les réactions des cours boursiers et la probabilité de conversion des obligations : plus cette dernière est importante, plus le marché réagit défavorablement aux émissions. L'annonce d'une émission d'obligations optionnelles doit donc influencer le marché dans le même sens que celle d'une émission d'actions. Cette influence est *a priori* négative. Cependant, pour les entreprises familiales, l'impact est supposé différent. Pour ces sociétés, soucieuses de leur indépendance, le financement optionnel constitue un moyen de se protéger contre des tentatives inamicales de prises de contrôle en renchérissant les éventuelles offres d'achat par la multiplication du nombre d'actions potentielles et donc du nombre d'actions à racheter.

Les hypothèses de recherche sont résumées dans le tableau suivant.

Émissions	Entreprises non familiales	Entreprises familiales
Obligations	Impact positif	Impact non significatif
Actions	Impact négatif	Impact négatif
Obligations optionnelles	Impact négatif	Impact non significatif

7. S'ils étaient optimistes, ils financeraient leurs investissements par le biais d'une émission d'obligations.

III. – LA MÉTHODOLOGIE

Cette étude analyse le comportement du marché financier associé aux changements de structure financière en distinguant deux catégories de firmes cotées : les entreprises familiales et non familiales. La méthodologie utilisée est la technique des études d'événement.

1. La sélection des données

L'échantillon sélectionné est composé de 141 entreprises cotées en France (premier et second marchés). Il comprend 78 entreprises familiales et 63 entreprises non familiales. Le caractère familial ou non familial a été déterminé à partir de la géographie du capital et/ou de l'existence de liens familiaux entre les actionnaires et les dirigeants. La définition retenue est celle de Lank (1992) selon laquelle une entreprise est en mains familiales dès qu'une ou plusieurs familles exercent une influence déterminante sur l'entreprise. Ceci se traduit :

– par la détention d'une partie du capital de la société⁸, cette détention pouvant être directe ou indirecte par le biais d'une parti-

cipation dans une autre entreprise actionnaire ;

– par un lien de parenté avec un, voire plusieurs membres de la direction et/ou du conseil d'administration, conseil de surveillance/directoire dans certains cas.

La période de l'étude s'étend de 1991 à 1998. Les cours boursiers sont des données quotidiennes extraites de la base *Datstream*. Les opérations financières étudiées sont les émissions d'obligations classiques, les émissions d'obligations optionnelles et les augmentations de capital. Le tableau 2 présente le nombre d'opérations financières réalisées par les 141 entreprises de l'échantillon au cours de la période 1991-1998.

À la lecture de ce tableau, il apparaît que :

– Les entreprises non familiales émettent davantage d'obligations classiques que les entreprises familiales. Ce type d'émissions représente respectivement pour les firmes familiales et non familiales 21 % et 36 % de l'ensemble des émissions réalisées. Deux raisons principales peuvent expliquer ce constat : 1) les sociétés en mains familiales sont réticentes à l'émission de dettes, car

Tableau 2
NOMBRE D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES RÉALISÉES ENTRE [1991-1998]

Type d'émissions	Entreprises non familiales		Entreprises familiales	
Obligations classiques	48	36,1 %	24	20,7 %
Obligations optionnelles	33	24,8 %	35	30,2 %
Actions*	52	39,1 %	57	49,1 %
Total	133	100 %	116	100 %

* aucune distinction n'est faite entre émissions (directes ou avec droits préférentiel de souscription)

8. Pour fixer le pourcentage de capital détenu par la famille, nous nous référons à la définition de Gallo et Estapé (1992) citée précédemment.

cela réduit leur autonomie financière et augmente le risque de faillite, rendant ainsi plus incertaine la transmission du patrimoine aux générations suivantes, 2) les entreprises familiales ont *a priori* moins besoin d'émettre de dettes pour résoudre les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires ;

– Les entreprises familiales recourent davantage au financement par fonds propres que les entreprises non familiales. Ce résultat peut s'expliquer au regard de l'objectif de pérennité poursuivi par les entreprises familiales. Pour ne pas hypothéquer le futur de la société, les firmes familiales préfèrent recourir aux fonds propres plutôt qu'à l'endettement pour financer leurs investissements ;

– Le financement optionnel est utilisé quasiment dans les mêmes proportions par les deux catégories de firmes avec une légère supériorité pour les familiales : il représente respectivement pour les entreprises familiales et non familiales 30 % et 25 % de l'ensemble des émissions de titres.

2. L'étude d'événement

La méthodologie des études d'événements est employée pour apprécier l'impact sur le marché d'un événement particulier⁹. Elle repose sur l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés financiers selon laquelle les cours boursiers reflètent rapidement et en moyenne correctement toute l'information à caractère public. Cette recherche consiste à apprécier l'impact sur le marché financier d'un changement de structure

financière en distinguant les entreprises familiales et non familiales. Trois types d'études d'événements sont effectués en fonction de l'événement considéré : émission d'obligations classiques, émission d'obligations optionnelles et émission d'actions. La date d'événement prise en compte est la date d'annonce dans le BALO¹⁰. Les sociétés françaises ne peuvent, en effet, effectuer de publicité sur les termes de leur émission avant que l'information ne soit préalablement publiée dans ce journal. La fenêtre d'événement, d'une durée de 21 jours, se situe 10 jours avant et 10 jours après la date d'événement¹¹. Les étapes de la méthodologie sont les suivantes.

Première étape : Calcul des rentabilités anormales

Une rentabilité anormale est un écart de rendement entre rentabilité observée et rentabilité attendue en l'absence d'événement. Cette dernière est appelée rentabilité normale. La rentabilité anormale de l'action i à l'instant t , notée RA_{it} , est donc égale à :

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \forall t \in [-10, +10] \quad [1]$$

où R_{it} et $E(R_{it})$ sont respectivement la rentabilité observée et la rentabilité normale de l'action i en t .

$E(R_{it})$ est estimée par la moyenne historique des rendements calculée sur la fenêtre d'estimation. Cette dernière est égale aux 100 jours qui précèdent la fenêtre d'événement (soit $[-111, -11]$).

Deuxième étape : Calcul des rentabilités anormales moyennes

9. Pour une présentation détaillée de cette méthodologie, voir, par exemple, Dumontier et Martinez (2001), McWilliams et Siegel (1997) ou Servari (1992).

10. Bulletin d'annonces légales obligatoires.

11. La fenêtre d'événement est notée $[-10, +10]$ avec $t = 0 =$ date d'événement.

Les rentabilités anormales moyennes sont ensuite calculées pour les deux échantillons (entreprises familiales et non familiales) et pour chaque type d'émissions. Elles sont égales à :

$$RAM_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad \forall t \in [-10, +10] \quad [2]$$

avec RAM_t = rentabilité anormale moyenne calculée en t

n = taille de l'échantillon (nombre d'événements).

Troisième étape : Un test de Student détermine la signification statistique des rentabilités anormales moyennes. Il suppose que les rendements anormaux (RA_{it}) sont des variables aléatoires indépendantes et identiquement distribuées selon une loi normale de moyenne m et de variance finie σ^2 . Les hypothèses de l'étude s'écrivent :

$$H_0 : \langle RAM_t = 0 \rangle$$

$$\text{et } H_1 : \langle RAM_t \neq 0 \rangle.$$

L'hypothèse nulle correspond donc à l'absence de réaction du marché. Le test de student se définit comme :

$$t_\alpha = \frac{RAM_t}{\sigma/\sqrt{n}} \quad [3]$$

avec t_α = statistique de Student calculée pour un seuil de signification α

σ = écart-type des rendements anormaux

n = taille de l'échantillon

IV. – LA RÉACTION DU MARCHÉ FRANÇAIS DES ACTIONS À L'ANNONCE DES ÉMISSIONS DE TITRES

Les tableaux de résultats indiquent les rendements boursiers anormaux pour chaque échantillon (entreprises familiales et non familiales) sur les 11 jours qui entourent la date d'événement¹². Les colonnes indiquent respectivement la date, la rentabilité anormale moyenne (RAM) et le test de student (T).

Le tableau 3 présente l'impact sur le marché des émissions d'obligations classiques. Pour les deux échantillons étudiés (entreprises familiales et non familiales), aucune rentabilité anormale moyenne n'est statistiquement significative au seuil de 5 %. Le marché ne réagit pas à l'annonce au BALO d'une émission d'obligations classiques. Le résultat obtenu est conforme aux conclusions des études antérieures¹³ (Dann et Mikelson, 1984 ; Eckbo, 1986 ; Janjigian, 1987 ; Hansen et Crutchley, 1990 ; Hachette, 1991 et Benouda, 1996). Cette absence de réaction confirme, pour les entreprises familiales, la première hypothèse théorique. En revanche, pour les entreprises non familiales, l'hypothèse d'une hausse des cours, justifiée par une réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, n'est pas vérifiée. Il apparaît que le marché réagit indifféremment aux émissions de dettes classiques annoncées par des entreprises

12. Les RAM_t sont calculées sur la fenêtre $[-10, +10]$. Cependant, pour simplifier la présentation, les résultats sont reproduits uniquement sur la période $[-5, +5]$. Par ailleurs, ils ne sont pas statistiquement significatifs en dehors de cette fenêtre.

13. Tous les travaux référencés, qui testent l'impact d'une annonce d'émission de titres sur les cours boursiers, considèrent un échantillon d'entreprises indifférenciées (sans distinctions familiales/non familiales).

Tableau 3
L'IMPACT SUR LE MARCHÉ DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS

date	Entreprises non familiales		Entreprises familiales	
	RAM (en %)	T	RAM (en %)	T
t - 5	- 0,216	- 0,983	- 0,110	- 0,309
t - 4	- 0,008	- 0,030	0,716	1,599
t - 3	0,146	0,504	- 0,080	- 0,313
t - 2	0,192	0,903	0,194	0,586
t - 1	0,199	0,792	- 0,486	- 1,298
t	- 0,040	- 0,178	- 0,177	- 0,473
t + 1	- 0,084	- 0,482	0,223	0,517
t + 2	- 0,251	- 1,061	0,058	0,158
t + 3	- 0,111	- 0,452	0,150	0,383
t + 4	- 0,093	- 0,374	- 0,382	- 1,312
t + 5	- 0,366	- 1,332	- 0,044	- 0,085

familiales et non familiales. Par conséquent, le signal véhiculé ne semble pas lié, comme le suggérait l'hypothèse 1, à l'influence théorique que peut avoir l'endettement sur les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. À ce propos, Hachette (1991) montre que dans le cas français, une émission d'obligations ne signale au marché ni une réduction des conflits d'intérêts, ni une anticipation favorable des bénéfices futurs.

Le tableau 4 résume les résultats pour les émissions d'actions avec ou sans droits préférentiels de souscription. L'annonce d'une augmentation de capital entraîne une réaction négative du marché quel que soit le type de société considéré. Cette baisse des cours est conforme aux résultats de la majorité des études empiriques (Kalay et Shimrat, 1987 ; Hansen et Crutchley, 1990 ; Dierkens, 1991 ; Man et Sicherman, 1991 ; Benouda, 1996 ; Gajewski et Ginglinger, 1996). Seule Hachette (1991) observe une

absence de réaction à l'annonce d'une émission d'actions. Ainsi, l'hypothèse 2 d'une baisse des cours associée à l'annonce d'une émission d'actions est vérifiée. Pour les entreprises non familiales, seul le rendement anormal du jour de l'annonce est statistiquement significatif au seuil de 5 %.

**le marché réagit indifféremment
aux émissions de dettes
classiques annoncées
par les entreprises familiales
et non familiales**

Pour les entreprises familiales, des rentabilités anormales, statistiquement non nulles à 5 %, sont observées le jour de l'annonce et les 2 jours qui précèdent. La baisse des cours est donc plus forte dans le cas des entreprises familiales. Ainsi, la diminution du prix des actifs, observée à l'annonce d'une émission d'actions, semble traduire la réaction du marché au changement de

Tableau 4
L'IMPACT SUR LE MARCHÉ DES ÉMISSIONS ACTIONS

date	Entreprises non familiales		Entreprises familiales	
	RAM (en %)	T	RAM (en %)	T
t - 5	- 0,238 %	- 0,704	0,327 %	1,251
t - 4	- 0,423 %	- 0,905	- 0,042 %	- 0,111
t - 3	- 0,508 %	- 1,589	- 0,498 %	- 0,889
t - 2	- 0,119 %	- 0,453	- 0,776 % *	- 2,218
t - 1	- 0,388 %	- 1,345	- 0,858 % *	- 2,571
T	- 1,298 % *	- 2,448	- 1,276 % *	- 2,665
t + 1	- 0,619 %	- 0,748	0,095 %	0,252
t + 2	0,720 %	1,472	- 0,182 %	- 0,404
t + 3	- 0,032 %	- 0,055	- 0,219 %	- 0,692
t + 4	- 0,588 %	- 1,349	- 0,305 %	- 0,760
t + 5	- 0,390 %	- 0,954	0,010 %	0,026

* statistiquement significatif à 5 %

structure de l'actionariat. L'amplitude de la réaction des cours est fonction du degré de dilution ou de concentration de l'actionariat.

Les rentabilités anormales moyennes associées à l'annonce des émissions d'obligations optionnelles sont résumées dans le tableau 5. Pour le groupe des firmes non familiales, le marché réagit négativement à l'annonce d'une émission d'obligations optionnelles. Des rentabilités anormales négatives sont statistiquement significatives à 5 % en t-2, t-1 et t + 5. La majorité des travaux empiriques (Dann et Mikelson, 1984; Eckbo, 1986; Hansen et Crutchley, 1990; Hachette, 1991 et Benouda, 1996) conclut également à une réaction négative du marché lors de l'annonce d'une émission d'obligations optionnelles. Cette baisse des cours s'explique principalement par l'option de

conversion attachée aux titres ayant pour conséquence la dilution future des anciens actionnaires. Pour le groupe des firmes familiales, l'annonce des émissions d'obligations optionnelles n'entraîne aucune réaction statistiquement significative du marché.

pour le groupe des firmes
familiales, l'annonce des
émissions d'obligations
optionnelles n'entraîne aucune
réaction statistiquement
significative du marché

L'hypothèse 3 semble vérifiée; le financement optionnel peut constituer, pour les entreprises familiales, un moyen de conserver leur indépendance, à la fois vis-à-vis des créanciers et vis-à-vis des autres entreprises en cas de tentative inamicale de prise de contrôle.

Tableau 5
L'IMPACT SUR LE MARCHÉ DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS OPTIONNELLES

date	Entreprises non familiales		Entreprises familiales	
	RAM (en %)	T	RAM (en %)	T
t - 5	0,368	0,499	0,235	0,909
t - 4	- 0,190	- 0,537	- 0,280	- 1,507
t - 3	- 0,207	- 0,795	0,096	0,319
t - 2	- 0,909*	- 2,165	- 0,504	- 1,482
t - 1	- 0,705*	- 2,357	- 0,005	- 0,016
T	- 0,209	- 0,643	0,335	0,467
t + 1	0,162	0,455	0,131	0,307
t + 2	0,185	0,581	0,142	0,414
t + 3	- 0,580	- 1,826	0,341	0,975
t + 4	- 0,750	- 1,211	- 0,095	- 0,260
t + 5	- 0,527*	- 2,503	- 0,399	- 1,477

* statistiquement significatif à 5 %

CONCLUSION

Cet article a présenté les résultats empiriques d'une étude menée sur le marché français, entre 1991 et 1998, sur l'impact des émissions de titres (actions, obligations classiques et obligations optionnelles). Son originalité repose sur la décomposition de l'échantillon en deux catégories de firmes : les familiales et les non familiales. L'étude d'événements montre que le marché ne réagit pas de la même manière selon le caractère de la firme émettrice, en particulier pour les émissions d'actions et d'obligations optionnelles. D'une part, une augmentation de capital réduit la richesse des actionnaires initiaux, et la baisse est d'autant plus forte que les entreprises sont détenues par une ou plusieurs familles. D'autre

part, le marché réagit défavorablement à l'annonce, par les entreprises non familiales, d'une émission d'obligations optionnelles alors qu'il reste neutre dans le cas des entreprises familiales. Ces résultats sont intéressants pour au moins deux raisons. La première est liée au fait qu'à notre connaissance une telle étude n'a jamais été réalisée sur les marchés financiers (notamment français et anglo-saxons). La seconde réside dans la conclusion qui peut être dégagée, à savoir : les intervenants sur le marché ne sont pas neutres face au type de contrôle, de capital et de gestion des entreprises émettrices. Il convient cependant de relever le caractère hétérogène de l'échantillon sélectionné dans la mesure où les effets taille, secteur d'activité et marché de cotation ont été ignorés.

BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal, A. et Nagarajan, N. J., «Corporate Capital structure, Agency costs and ownership control: the case of all-equity firms», *The Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1325-1331, 1990.
- Allouche, J. et Amann, B., «Le retour triomphant du capitalisme familial?», in *De Jacques Cœur à Renault, Actes des troisième rencontres Gestionnaires et Organisation*, Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse, 1995, p. 255-284.
- Allouche, J. et Amann, B., «La confiance: une explication des performances des entreprises familiales», *Économie et Société, Série Gestion*, septembre 1998, p. 129-154.
- Allouche, J. et Amann, B., «L'entreprise familiale: un état de l'art», *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 3, n° 1, mars 2000, p. 33-79.
- Barry, B., «The development of organisation structure in family firms», *Journal of General Management*, vol. 3, n° 1, 1975, p. 42-60.
- Becker, G. S., «Altruism in the family and selfishness in the market place», *Economica*, février 1981, p. 1-15.
- Benouda, O., *Le financement par obligations convertibles: le cas français*, Thèse, Université Paris-Dauphine, 1996.
- Bergstrom, T. C., *A survey of theories of the family*, Working paper, University of Michigan, 1994.
- Calvi-Reveyron, M., «Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionariat?», *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 3, n° 1, 2000, p. 81-116.
- Chami, R., *What's different about family business*, Working paper, University of Notre Dame, 1997.
- Charreaux, G., «Structures de propriété, relation d'agence et performance financière», *Cahier du GRECO, IAE de Dijon*, 1990.
- Christensen, R. C., *Management succession in small and growing enterprises*, Ph. D. Thesis, Harvard University, 1953.
- Daily, C. M. et Dollinger, M. J., «An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms», *Family Business Review*, vol. 5, n° 2, 1992, p. 117-144.
- Daily, C. M. et Dollinger, M. J., «Alternative methodologies for identifying family versus nonfamily managed businesses», *Journal of Small Business Management*, avril 1993, p. 79-90, 1993.
- Dann, L. Y. et Mikkelson, W. H., «Convertible debt issuance capital structure change and financing-related information: some new evidence», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 157-186.
- Davidson, W. N., Glascock, J. L. et Schwartz, T. V., «Signaling with convertible debt», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, n° 3, septembre 1995, p. 425-440.
- Dierkens, N., «Information asymmetry and equity issues», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, n° 2, juin 1991, p. 181-199.

- Donckels, R. et Frölich, E., «Are family businesses really different», *Family Business Review*, vol. 4, n° 2, 1991, p. 149-160.
- Donnelley, R. G., «The family business», *Harvard Business Review*, vol. 42, 1964, p. 93-105.
- Dumontier, P. et Martinez, I., Les études d'événements en comptabilité financière, in Dumontier, P. et Teller R. (dir.), *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, p. 103-115.
- Eckbo, B. E., «Valuation effects of corporate debt offerings», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, 1986, p. 119-151.
- Fama, E. F. et Jensen, M. C., «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin 1983, p. 301-326.
- Fukuyama, F., *Trust: the social virtues and the creation of prosperity*, The Free Press, New York, 1995.
- Gajewski, J.-F. et Ginglinger, E., «Augmentation de capital en présence d'asymétrie d'information», *CEREG*, Cahier de Recherche n° 9608, Université Paris-Dauphine, 1996.
- Gallo, M. A. et Estapé, M. J., Family business among the top 1000 Spanish Companies, IESE Research Paper n° 231, University of Navarra, 1992.
- Gallo, M.A. et Estapé, M. J., The family business in the Spanish food and beverage industry, IESE Research Paper n° 265 bis, University of Navarra, 1994.
- Gallo, M. A. et Vilaseca, A., «Finance in family business», *Family Business Review*, vol. 9, n° 4, 1996, p. 387-401.
- Goffin, R., *Principes de finance moderne*, Economica, 1999, (2^e édition).
- Hachette, I., Opérations financières, valeur de la firme et richesse des actionnaires: le cas français 1980-1990, Thèse, Université de Paris-Dauphine, 1991.
- Hansen, R. S. et Crutchley, C. E., «Corporate earnings and financing: an empirical analysis», *Journal of Business*, vol. 63, n° 3, 1990, p. 347-371.
- Harris, M. et Raviv, A., «Capital structure and the informational role of debt», *The Journal of Finance*, vol. XLV, n° 2, juin 1990, p. 321-349.
- Hirigoyen, G., «Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales», *Banque*, mai 1982, p. 588-593.
- Hirigoyen, G., «La fonction financière dans les moyennes entreprises industrielles et familiales», *Banque*, janvier-février 1984, p. 23-30.
- Janjigian, V., «The leverage changing consequences of convertible debt financing», *Financial Management*, automne 1987, p. 15-21.
- Jensen, M. C. et Meckling, W. H., «Theory of the firm: managerial behavior agency costs and capital structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1986, p. 305-360.
- Jensen, M. C., «Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 323-339.
- Kalay, A. et Shimrat, A., «Firm value and seasoned equity issues», *Journal of Financial Economics*, vol. 19, 1987, p. 109-126.

- Lank, A. G., « Les entreprises familiales européennes : espèce en voie de disparition ou puissants acteurs économiques », *Revue économique et sociale*, n° 3, septembre 1992, p. 157-168.
- Lucas, J. D. et McDonald, R., « Equity issues and stock price dynamics », *The Journal of Finance*, vol. XLV, n° 4, septembre 1990, p. 1019-1043.
- Mahéroul, L., Comportement financier des entreprises familiales : approche théorique et empirique, Thèse, Université de Grenoble 2, 1996.
- Mahéroul, L., « Des caractéristiques financières spécifiques aux entreprises familiales non cotées », *Revue du financier*, n° 114, 1998, p. 59-75.
- Mann, S. V. et Sichernan, N. W., « The agency costs of free cash flow : acquisition activity and equity issues », *Journal of Business*, vol. 64, n° 2, 1991, p. 211-227.
- McWilliams, A. et Siegel, D., « Event studies in Management research : theoretical and empirical issues », *The Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 3, juin 1997, p. 626-657.
- Mignon, S., « La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire ? », *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 3, n° 1, 2000, p. 169-196.
- Mouline, J.-P., Contribution à la compréhension du processus diachronique de la succession managériale dans l'entreprise familiale : une approche par les récits de vie, Thèse, Université de Nancy 2, 1999.
- Moulinen, J.-P., « Dynamique de la succession managériale dans la PME familiale non cotée », *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 3 n° 1, 2000, p. 197-222.
- Mourgues, N., « La rentabilité économique des entreprises dépend-elle de la structure de répartition du capital ? Un essai de vérification des coûts d'agence », *Cahier de recherche*, Institut Orléanais de Finance, 1987.
- Myers, S. C. et Majluf, N. S., « Corporate financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 187-221.
- Servari, S., « Les études d'événements : aspects méthodologiques », *Cahier du CREFIB*, n° 92-04, Université Paris I – Sorbonne, 1992.