

# Changements de dirigeants et richesse des actionnaires : une analyse explicative multivariée<sup>1</sup>

---

Isabelle DHERMENT-FERERE

*Université de Toulon et du Var*

*Correspondance :*

Résidence « Le Clair Soleil »  
392, Bd Joseph Antonin Borne  
83 000 Toulon  
Tél. : 04.94.24.95.09  
Email : Dherment@univ-tln.fr

*Résumé :* Cet article est une étude empirique des réactions du marché français à l'annonce des successions de président ayant eu lieu sur la période 1988-1992. L'impact est analysé selon deux perspectives : 1) le type de changement effectué (le départ du prédécesseur peut être forcé ou non et le successeur peut être d'origine interne ou externe); 2) le contexte dans lequel la succession a lieu (décrit par la taille, la performance et l'homogénéité du secteur industriel de la firme). La méthodologie utilisée est la régression linéaire multiple avec effets d'interaction.

*Mots-clés :* dirigeant – succession – richesse des actionnaires – étude d'événement – performance.

*Abstract :* This paper investigates french market reactions to announcements of top managers successions over the period 1988-1992. The impact is examined from two different perspectives : 1) in relation to the type of the change (the predecessor's departure may be forced or not and the successor may be an insider or an outsider) ; 2) in relation to the context in which the succession takes place (this is examined through three main variables : the company's size, its performance, and the degree of homogeneity of its industrial sector). The methodology used is the multiple linear regression with interactive effects.

*Key words :* top manager – succession – shareholder wealth – event study – performance.

---

<sup>1</sup> L'auteur remercie Pierre Batteau et Alain Ged, respectivement Professeur et Maître de Conférences à l'IAE d'Aix-en-Provence pour leurs précieux conseils et critiques.

Le changement d'un dirigeant<sup>2</sup> à la tête d'une société n'est pas un événement neutre pour les actionnaires. Le différentiel de compétences managériales des dirigeants impliqués dans la succession (génératrices de rentes pour les actionnaires) ainsi que la mise en œuvre de cette dernière constituent deux sources importantes de variation de richesse. Cet article s'appuie sur les travaux issus de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement ainsi que sur la littérature portant sur la gestion stratégique, la gestion des ressources humaines et la théorie des organisations. L'objectif est de montrer que l'effet d'un changement de dirigeant sur la richesse des actionnaires varie en fonction de la nature du changement (décrite par l'origine du successeur) et de son contexte (décrit par la taille de la firme, sa performance et l'homogénéité de son secteur industriel).

Sur le plan empirique, une analyse explicative multivariée de l'impact de l'annonce d'une succession est réalisée sur les changements de président ayant eu lieu dans les grandes sociétés françaises cotées sur la période 1988-1992.

Cette recherche est composée de deux parties : la première partie reprend les arguments évoqués dans la littérature et permet de déduire les hypothèses qui seront testées empiriquement. La deuxième partie expose la méthodologie de l'étude empirique : procédure de sélection de l'échantillon et source de collecte des données, mesure des variables, modèle de régression utilisé et résultats.

## **1. L'incidence du contexte et de la nature de la succession**

La littérature portant sur la question de la succession managériale a examiné les avantages et inconvénients d'une succession interne ou ex-

---

<sup>2</sup> Dans le développement qui suit, le terme de dirigeant renvoie aux mandataires sociaux assumant la direction générale de la société. Dans une société anonyme, la direction générale est assumée par le président d'administration assisté éventuellement d'un ou deux directeurs généraux.

terne à l'organisation<sup>3</sup> selon le contexte dans lequel celle-ci est effectuée. En se fondant sur les arguments avancés dans la littérature, ce paragraphe rassemble un ensemble d'hypothèses concernant l'impact de chacun des deux types de succession (interne ou externe) sur la richesse des actionnaires en fonction du contexte (décrit par la taille de la firme, sa performance et l'homogénéité de son secteur industriel).

L'influence de chaque variable de contexte est examinée au niveau des deux phases du changement : le départ du prédécesseur et la nomination du successeur. L'effet cumulé nous permet de déduire l'incidence de la variable de contexte au niveau du changement global.

### **1.1. Taille de la firme et succession managériale**

- Le changement de dirigeant par succession interne

Un argument souvent avancé est que les compétences managériales d'un dirigeant (désignées sous le terme de capital humain par G. Becker 1964) sont plus liées à l'entreprise si cette dernière est de petite taille. Le *départ* d'un dirigeant sera donc d'autant plus perturbateur que la firme est de petite taille. Ceci implique un effet *positif* de la taille de la firme sur l'impact de la succession interne.

Quant à la *nomination* du successeur, il serait moins coûteux de trouver un candidat interne dans une grande entreprise que dans une entreprise de petite taille. En effet, les grandes entreprises ont une plus grande capacité à retenir leurs cadres qui constituent un pool de candidats potentiels pour la succession [E. P. H. Furtado, M. S. Rozeff 1987], ce qui induit de nouveau un effet *positif* de la taille de la firme sur l'impact de la succession interne.

L'étude de l'incidence de la taille de la firme lors de la phase de départ et de celle de la nomination nous permet de déduire qu'une succession interne devrait être d'autant plus favorable<sup>4</sup> aux actionnaires que la firme est de grande taille. Ceci implique une *influence positive de la*

---

<sup>3</sup> Pour une revue de littérature des travaux portant sur cette question, consulter I. Dherment-Férère [1995].

<sup>4</sup> Ou d'autant moins défavorable.

*taille de la firme sur la richesse des actionnaires en cas de changement de dirigeant* (hypothèse H.1).

- Le changement de dirigeant par succession externe

L'incidence de la taille de la firme sur l'impact est plus complexe si la succession est externe.

Nous avons vu précédemment que le *départ* d'un dirigeant devrait être d'autant plus favorable aux actionnaires que la firme est de *grande taille* (ce qui implique une influence *positive* de la taille). Lorsque la succession est externe, un argument contraire est évoqué par E. P. H. Furtado, M. S. Rozeff [1987]. Le capital humain spécifique à la firme que représente le dirigeant, aurait plus de valeur dans les entreprises de grande taille que dans celles de petite taille<sup>5</sup>. Un changement de dirigeant avec successeur externe devrait donc être particulièrement néfaste pour les actionnaires d'une grande entreprise. En effet, dans ce cas, la perte de capital humain correspondant au dirigeant partant ne sera pas compensée par la nomination d'un successeur externe qui ne possède pas de compétences spécifiques à la firme. Si l'argument de E. P. H. Furtado, M. S. Rozeff est justifié, le départ du dirigeant devrait donc être d'autant *plus favorable* aux actionnaires que la firme est de *petite taille* (impliquant une influence *négative* de la taille).

En outre, la variation de richesse engendrée par la *nomination* d'un successeur externe devrait être d'autant *plus favorable* aux actionnaires que la firme est de *petite* taille (ce qui implique une influence *négative* de la taille). En effet, d'après R. Parrino [1992], les petites entreprises ont un plus grand besoin de compétences managériales nouvelles apportées par un successeur externe que les entreprises de grande taille.

Si l'argument de E. P. H. Furtado, M. S. Rozeff [1987] est exact, on devrait observer une *influence négative de la taille de la firme sur l'impact global du changement de dirigeant* (correspondant au cumul de deux effets négatifs) (hypothèse H.2).

---

<sup>5</sup> L'argument de E. P. H. Furtado et M. S. Rozeff [1987] ne joue pas en cas de succession interne car dans ce cas, le capital humain spécifique à la firme apporté par le successeur compense la perte de capital humain spécifique à la firme engendrée par le départ du prédécesseur.

Si l'argument contraire à celui de E. P. H. Furtado, M. S. Rozeff est exact, *l'influence de la taille de la firme sur l'impact global de la succession externe devrait être nulle* en raison de la concomitance des deux influences contraires (positive au niveau du départ du prédécesseur et négative au niveau de la nomination du successeur) (hypothèse H.2bis).

### **1.2. Performance de la firme et succession managériale**

- Le changement de dirigeant par succession interne

La performance est une variable de contexte intéressante pour examiner l'impact d'une succession sur la richesse des actionnaires. La performance de l'entreprise est un bon indicateur de la façon dont elle est gérée, à plus forte raison si elle est mesurée en valeur relative<sup>6</sup> [E. F. Fama 1980]. Elle reflète la valeur des compétences managériales du dirigeant en place et la perte en capital humain supportée par les actionnaires en cas de départ de celui-ci. Par ailleurs, les compétences requises pour le successeur sont différentes selon le niveau de performance de la firme.

Ce niveau exerce *deux influences contraires* sur l'impact d'une succession interne. D'une part, le *départ* du président devrait être *d'autant plus favorable*<sup>7</sup> aux actionnaires que la firme est *faiblement performante* (ce qui implique une influence *négative* de la performance). En effet, dans le cas où la firme est faiblement performante, le dirigeant n'a pas été capable de mener à bien la gestion de l'entreprise et les actionnaires ont intérêt à le remplacer. D'autre part, la *nomination* d'un successeur interne est *d'autant plus favorable* aux actionnaires que la firme est fortement performante (ce qui implique une influence *positive* de la performance). En effet, il possède les compétences spécifiques permettant d'assurer la continuité de la stratégie à l'origine de la bonne performance [A. A. Canella, M. Lubatkin, M. Kapouch 1991].

---

<sup>6</sup> Nous entendons par valeur relative la performance de la firme ajustée par rapport à la performance moyenne des entreprises du marché ou du secteur industriel.

<sup>7</sup> Ou d'autant moins défavorable.

L'incidence de la performance sur la variation de richesse globale engendrée par le changement de président résultera de l'agrégation d'un effet négatif et d'un effet positif qui devraient se neutraliser. *L'impact d'un changement de dirigeant par succession interne ne devrait donc pas dépendre de la performance de la firme* (hypothèse H.3).

- Le changement de dirigeant par succession externe

Contrairement à la succession interne, la *nomination* d'un successeur externe est plus *d'autant plus favorable* aux actionnaires que la firme est faiblement performante (ce qui implique une *influence négative* de la performance) car ce dernier possède des compétences managériales permettant d'initier le changement de stratégie nécessaire au retour d'une bonne performance [D. D. Bibeault, 1982, K. B. Schwartz, K. Menon 1985].

Un changement de dirigeant par succession externe devrait donc être *d'autant plus favorable* aux actionnaires que la firme est *faiblement performante*, ce qui implique une *influence négative de la performance* (hypothèse H.4) :

### **1.3. Homogénéité du secteur industriel de la firme et succession managériale**

- Le changement de dirigeant par succession interne

D'après R. Parrino [1992], un *départ* « forcé » est d'autant moins coûteux en valeur espérée, pour les actionnaires que le secteur de la firme est homogène, car l'évaluation de la performance du dirigeant relativement à celle des autres dirigeants du secteur est plus précise. Le risque de renvoyer un dirigeant compétent est donc d'autant moins grand que le secteur est homogène.

De même, l'évaluation des candidats à la *succession* sera d'autant plus facile donc d'autant moins coûteuse, que le secteur industriel de la firme est homogène.

Enfin, la valeur du capital humain spécifique à la firme est également d'autant moins grande que le secteur est homogène car il est plus facile d'évaluer le capital humain d'un candidat dans ce type de secteur. Toutefois, ce facteur ne devrait pas intervenir en cas de succession interne

car la perte de capital humain spécifique engendrée par le départ du prédécesseur est compensée par l'apport de capital humain spécifique du successeur interne.

Par conséquent, un changement de dirigeant par succession interne devrait être *d'autant plus favorable* aux actionnaires que le secteur industriel de la firme est *fortement homogène*, ce qui implique une *influence positive de l'homogénéité du secteur sur l'impact* (hypothèse H.5).

- Le changement de dirigeant par succession externe

Pour toutes les raisons évoquées précédemment, un changement de président avec succession externe devrait également être *d'autant plus favorable* aux actionnaires que le secteur industriel de la firme est *fortement homogène*, ce qui implique une *influence positive* de l'homogénéité du secteur sur l'impact (hypothèse H.6).

#### 1.4. Les hypothèses de recherche

Le tableau suivant résume le sens de l'influence exercée par chacune des variables de contexte sur la variation de richesse engendrée par un changement de dirigeant selon le type de succession adopté.

**Tableau 2** – *L'impact du départ, de la nomination et du changement d'un dirigeant sur la richesse des actionnaires : l'incidence du contexte*

	Départ	Nomination		Changement			
		interne	externe	avec successeur interne		avec successeur externe	
Variables de contexte							
taille de la firme	-/+ (2 hypothèses concurrentes)	+	-	H.1	+	H.2	0 ou -
performance de la firme	-	+	-	H.3	0 (agrégation de deux effets contraires)	H.4	-
degré d'homogénéité du secteur industriel de la firme	+	+	++	H.5	+	H.6	++

## 2. La méthodologie de l'étude empirique

### 2.1. Procédure de sélection de l'échantillon et source de collecte des données

L'échantillon porte sur l'ensemble des changements de président des sociétés françaises cotées sur le marché du règlement mensuel et du comptant<sup>8</sup> ayant eu lieu sur la période 1988-1992<sup>9</sup>. Les mandataires sociaux membres de l'équipe dirigeante (directeurs généraux, vice-présidents) autres que les présidents ont été exclus de l'échantillon de façon à ne conserver que les changements *majeurs*. Pour les mêmes raisons, seuls les changements de président ayant eu lieu au niveau du groupe ont été retenus (les changements intervenant au niveau des filiales n'ont donc pas été pris en compte).

Les changements concernent les présidents de conseil d'administration dans les sociétés anonymes de type classique, les présidents de directoire dans les sociétés anonymes à directoire et les gérants dans les sociétés à commandite par actions.

Les sociétés ayant changé de président pendant la période ont été identifiées grâce aux éditions 1989 et 1993 de l'*Annuaire Desfossés*. L'édition de 1989 fournit les informations relatives à l'année 1988 et l'édition de 1993 celles relatives à l'année 1992. Nous avons considéré que la société a procédé à un changement de président au cours de la période si le nom du président du groupe était différent dans les deux éditions de l'annuaire. En outre, la base de données de la *Banque de France* nous a permis d'identifier le nombre de changements ayant eu lieu dans chaque entreprise au cours de la période. Au total, 329 changements de président correspondant à 235 sociétés cotées ont été référencés sur la période. Les changements de président pour lesquels il n'a pas été possible d'obtenir les données boursières ont été exclus de

---

<sup>8</sup> Les sociétés cotées au second marché ont été exclues de l'échantillon à cause du trop grand nombre de données boursières manquantes.

<sup>9</sup> Ce qui correspond à la période sur laquelle les données boursières de la base Fininfo sont disponibles).

l'échantillon. L'échantillon final comprend donc 281 changements de président ayant eu lieu dans 207 sociétés<sup>10</sup>.

Les données concernant les *caractéristiques de chaque entreprise* de l'échantillon (secteur industriel, structure de l'actionnariat, composition du conseil d'administration, capitalisation boursière, nombre de salariés et de cadres, données comptables, etc.) ont été collectées dans les fiches DAFSA (éditions 1987 à 1993). Elles nous ont permis d'évaluer la taille de la firme, sa performance (comptable) et d'identifier le secteur auquel elle appartient.

Les données boursières ont été extraites de la base *Fininfo* qui recense les cours boursiers des sociétés françaises cotées depuis le 1er Janvier 1988. Pour chaque société de l'échantillon, nous avons collecté les *cours de clôture quotidiens* sur la période 1988 - 1992 ajustés par rapport aux opérations en capital, la *date de versement des dividendes et leur valeur* (nette de l'avoir fiscal), le *cours de clôture de différents indices* (indice CAC 40, indice général SBF et indices sectoriels SBF) sur la période 1988-1992. En cas de données manquantes sur certains jours de la période, le cours de la veille a été reporté le jour suivant<sup>11</sup>.

Les valeurs du *taux de rendement des emprunts d'Etat à trois mois* ont été prises comme référence du taux sans risque et ont été collectées dans *les Statistiques annuelles de la Société des bourses françaises* (SBF). La SBF nous a également fourni la *liste des entreprises composant chaque indice sectoriel*, afin d'affecter chaque entreprise de l'échantillon à son indice sectoriel SBF. Ces différentes données nous ont servi à calculer l'impact de l'annonce du changement de président sur le cours boursier, la performance boursière de la firme antérieure au changement du dirigeant ainsi que le degré d'homogénéité de chaque secteur industriel.

---

<sup>10</sup> Toutefois, quelques données (notamment la raison du départ du prédécesseur ou l'origine du successeur) n'étant pas disponibles pour l'ensemble des 281 cas, certains tests ont été effectués sur un nombre plus restreint de cas.

<sup>11</sup> Le cas a été exclu de l'échantillon si le nombre de données manquantes était trop important.

Les données concernant les mandats de président ont été recueillies dans la base de données fournie par la *Banque de France*. Celle-ci recense, pour chaque société, les *nom, prénoms* et *date de naissance* de ses mandataires sociaux (président du conseil d'administration, directeurs généraux et administrateurs) depuis 1985, les *dates réelles de leur nomination et de leur départ*, les *dates et sources de leur annonce légale* au Journal Officiel ainsi que la *forme légale de leur départ*. Ces données nous ont permis d'identifier la date de l'événement et la nature du départ, ainsi que de calculer la durée du mandat des dirigeants et l'âge de ces derniers à la date du départ.

Des données complémentaires sur certains présidents ont pu être trouvées dans le *Who's Who*. Elles concernent la destination du prédécesseur et l'origine du successeur : *poste* et *raison sociale* de l'emploi principal occupé par le successeur avant sa nomination. Ces informations sont fournies de façon incomplète dans la base de données Banque de France qui se préoccupe uniquement des mandataires sociaux<sup>12</sup>. Grâce à ces données complémentaires, nous avons pu déterminer l'origine (interne ou externe à l'entreprise) du successeur et savoir si le prédécesseur a quitté ou non la firme après s'être retiré de la présidence.

Enfin, une *revue de presse* a été menée sur la période 1988-1992 afin d'identifier les articles concernant les changements de président de l'échantillon. Les articles de presse recueillis nous procurent deux types d'informations :

- d'une part, ils nous donnent des indications complémentaires sur la succession : raisons invoquées pour le départ du prédécesseur, mécanisme de contrôle intervenant dans le changement du président, organe ayant pris la décision, nombre de changements de dirigeants ayant eu lieu simultanément au changement du président ;
- d'autre part, ils nous renseignent sur les caractéristiques de l'annonce proprement dite : la *date d'annonce publique* de la succession, (c'est cette date qui sera utilisée pour réaliser les études d'événement si la date d'annonce de la succession est antérieure à la date où la décision

---

<sup>12</sup> Ainsi, si un président occupe un emploi de cadre antérieurement à son mandat de président, cela n'est pas mentionné dans la base puisque le cadre est salarié et non mandataire social.

a été prise)<sup>13</sup>, le *type d'annonce* (article en première page, carnet, avis financiers, autre type d'article) ; la revue de presse nous permet aussi d'identifier les annonces de changements de dirigeant publiées simultanément à d'autres événements portant sur la société et risquant de brouiller l'effet de l'annonce de la succession.

*Les Échos* a été pris comme journal de référence de préférence à *La Tribune Desfossés*, car 1) il constitue le premier quotidien économique en France et par conséquent, il est susceptible d'être lu par de nombreux investisseurs du marché ; 2) il comprend un carnet des nouvelles nominations de dirigeants ou cadres supérieurs sur l'ensemble de la période étudiée.

## 2.2. *Mesure des variables*

### 2.2.1. *L'impact de la succession*

La méthode utilisée pour mesurer l'impact d'un événement sur le cours boursier est l'*étude d'événement*. Celle-ci permet d'évaluer l'impact sur le cours boursier d'un événement par le calcul de la *rentabilité anormale*.

- Le choix des observations

L'étude d'événement a porté sur l'ensemble des changements de président de l'échantillon pour lesquels les cours boursiers étaient disponibles. Nous avons distingué les changements selon qu'ils ont donné lieu ou non à des annonces dans la presse afin de vérifier si les changements les plus médiatisés ont eu un impact plus important que ceux n'ayant donné lieu à aucun article dans *Les Échos*. Étant donné que l'exclusion des changements de président « non médiatisés » ne modifiait pas les résultats de façon sensible, nous avons finalement conservé l'ensemble des changements de président dans l'échantillon.

Nous avons également fait une distinction entre deux types d'annonces :

---

<sup>13</sup> Cette démarche est identique à celle américaine qui consiste à utiliser dans le cadre des études d'événements, les informations publiées dans le *Wall Street*

– les annonces publiées simultanément à d'autres annonces portant sur un autre événement de la société le jour ou la veille de l'annonce de la succession (dans le même article ou dans un article différent) ont été regroupées sous le terme d'annonces « brouillées »;

– les autres annonces ont été qualifiées d'annonces « non brouillées » ;

- L'identification de la date d'annonce

Nous disposons de plusieurs dates concernant le départ du président et la nomination du successeur : la (les) date (s) d'annonce dans la presse, la date d'annonce officielle (correspondant à la date de la réunion du conseil d'administration ou de l'assemblée générale au cours de laquelle la décision a été annoncée), la date à laquelle la décision devient effective et enfin, la date d'annonce légale. La date que nous retenue pour l'étude d'événement est la *première date d'annonce publique* du changement du président, de façon à éviter que cet événement n'ait pas été anticipé antérieurement à cette date. Si un article de presse a été publié avant la date d'annonce officielle, c'est la date de publication de l'article qui a été prise comme référence. Sinon, nous avons retenu la date à laquelle le changement a été décidé. Enfin, le départ du prédécesseur et la nomination du successeur ne sont pas simultanés, c'est la date du départ qui a été retenue car on peut supposer que les investisseurs font des anticipations sur la succession dès l'annonce du départ.

- Le choix des modèles théoriques de référence pour le calcul de la rentabilité anormale

L'impact lié à l'annonce du changement de dirigeant a été mesuré par la *rentabilité anormale moyenne cumulée* (RAMC) sur la période d'annonce dont nous rappelons les étapes du calcul :

1) Dans un premier temps, nous avons calculé la rentabilité anormale  $RA_{it}$  définie comme l'excès de rentabilité par rapport à une rentabilité théorique et calculée de la façon suivante :

$$RA_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

où,  $E(R_{it})$  = rentabilité *théorique* du titre  $i$  en date  $t$ ,  $R_{it}$  = rentabilité du titre  $i$  en date  $t$ ,  $RA_{it}$  = rentabilité anormale du titre  $i$  en  $t$  ;

Pour le calcul de la rentabilité, nous avons utilisé les cours de clôture ajustés par rapport aux opérations en capital et avec réintégration des dividendes (nets de l'impôt fiscal) :

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_t + D_t}{P_{t-1}}\right)$$

$P_t$  = cours du titre en  $t$ ,  $P_{t-1}$  = cours du titre en  $t - 1$ ,  $D_t$  = dividende net du titre en  $t$

La rentabilité anormale a été calculée par rapport aux trois modèles théoriques classiques : l'*Indice de Marché* (RAC1), le *Modèle de Marché* (RAC2) et le *Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers* (RAC3) définis comme suit :

$$RAC1 = E(R_{it}) = R_{mt}$$

$$RAC2 = E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$$RAC3 = E(R_{it}) = R_{ft} + \beta_i (R_{mt} - R_{ft})$$

avec  $R_f$  = taux d'intérêt sans risque,  $R_{it}$  = rentabilité du titre  $i$  en  $t$ ,  $R_{mt}$  = rentabilité du marché mesuré par un indice général en  $t$ ,  $\alpha_i$  = paramètre dont la valeur est telle que la valeur espérée de  $RA_{it}$  est nulle (ou valeur espérée de  $R_{it}$  lorsque  $R_{mt}$  est nulle),  $\beta_i$  = coefficient de volatilité ou coefficient bêta.

Les coefficients  $\alpha_i$  et  $\beta_i$  ont été estimés sur une période de 200 jours précédant la période d'observation soit sur la période (-260 ; -60)<sup>14</sup>.

L'indice de marché utilisé ( $R_m$ ) est l'*indice général de la SBF corrigé* pour tenir compte de la distribution des dividendes. J. Hamon,

---

<sup>14</sup> 0 étant la date d'annonce du changement de dirigeant.

B. Jacquillat [1990, p. 26] font remarquer en effet que si les dividendes ne sont pas pris en compte, la mesure de sensibilité d'un titre aux évolutions de l'indice peut être altérée. De plus, la mesure obtenue pour la rentabilité anormale est surestimée si les rentabilités des titres sont mesurées dividendes inclus alors que les rentabilités de l'indice le sont sans dividende.

2) Les rentabilités anormales ont ensuite été agrégées en temps relatif le jour de l'annonce du changement de président ( $RAM_t$ ) de sorte que :

$$RAM_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

avec  $N_t$  : taille de l'échantillon.

3) Nous avons également calculé la rentabilité anormale moyenne cumulée  $RAMC_{t,t+k}$  sur diverses périodes autour de la date d'annonce. En effet, il est possible que l'impact ne soit pas concentré sur une seule séance mais réparti sur plusieurs jours. Le calcul est le suivant :

$$RAMC_{t,t+k} = \sum_{i=t}^{t+k} RAM_i$$

Le choix de la période d'annonce est délicat : en effet, elle doit être assez longue pour capter l'effet total produit par l'annonce du changement de dirigeant. Cependant, plus la période d'annonce est longue, plus le risque est grand de capter un effet sur le cours boursier qui soit dû à des annonces sur la société ne concernant pas le changement du président<sup>15</sup>.

Étant donné que des informations ou des rumeurs sont certainement dévoilées sur la succession plusieurs semaines avant l'annonce de la dé-

---

<sup>15</sup> Cependant, nous avons vu que si aucun type d'information n'est systématiquement lié au changement de dirigeant, leur effet sera nul en moyenne.

cision, nous avons étudié le comportement des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées sur les soixante jours précédant l'annonce ; nous avons également examiné le comportement du cours boursier sur les trente jours ultérieurs à la succession. La période d'annonce s'étale donc de *moins 60 jours à plus 30 jours*.

### 2.2.2. La taille de la firme

Six mesures usuelles ont été utilisées pour évaluer la taille de la firme : la capitalisation boursière (TAIL1), le chiffre d'affaires (TAIL2), l'actif total (TAIL3), le nombre de salariés (TAIL4), le nombre de cadres (TAIL5) et le nombre de membres composant l'équipe dirigeante (TAIL6). Pour chacune de ces mesures, les chiffres *correspondent à l'année du changement de dirigeant*. De plus, il s'agit de données *consolidées*, sauf pour le nombre de salariés (les données du groupe n'étant pas disponibles pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon). Enfin, nous avons pris la valeur *logarithmique* de la taille de façon à ce que la distribution de la variable se rapproche de la loi normale.

### 2.2.3. La performance de la firme antérieure à la succession

Nous avons retenu plusieurs indicateurs de performance distincts selon l'approche adoptée (maximisation des fonds propres ou maximisation de la valeur globale, mesure *ex ante* ou *ex post*), calculés sur données consolidées.

**Tableau 3 – Les différents indicateurs de performance**

	Mesure <i>ex ante</i>	Mesure <i>ex post</i>
maximisation de la valeur des fonds propres	rentabilité du titre ajustée par rapport à celle du marché (PER1) ratio de Marris (PER5) indice de Treynor (PER7)	taux de rentabilité des capitaux propres évalué à partir de valeurs comptables (PER2) taux de rentabilité des capitaux propres évalué à partir de valeurs boursières (PER3)
maximisation de la valeur globale de la firme	Q de Tobin (PER6)	taux de rentabilité économique (PER4)

Les différents indicateurs de performance retenus ont été calculés sur N (année du changement de dirigeant), N-1 (année précédant le changement de dirigeant), N-2 (année antérieure de deux ans au changement de dirigeant). Dans un second temps, la moyenne arithmétique de la performance a été calculée sur (N-1, N) et sur (N-2, N-1, N).

Un autre problème est de savoir si l'indicateur de performance le plus approprié doit être pris en valeur absolue ou en valeur relative par rapport à la performance moyenne des entreprises du marché ou du secteur industriel de la firme. Comme le font remarquer J. P. Walsh, J. K. Seward [1990, p. 426], le niveau de performance réalisé dépend en partie du dirigeant et en partie de son environnement. Une performance insuffisante pourrait avoir d'autres causes que la mauvaise gestion du dirigeant, telles que par exemple une conjoncture économique médiocre ou un secteur industriel en déclin. Une mesure relative permet d'isoler la performance du dirigeant sans prendre en compte les facteurs hors de son contrôle.

Pour les mesures de la performance *comptable*, il ne nous a pas été possible de nous procurer les données représentatives de chaque secteur industriel ou de l'ensemble des sociétés cotées sur le marché français. Les mesures de performance ont donc été ajustées par rapport à la performance moyenne de l'année de référence calculée sur l'ensemble des entreprises de l'échantillon<sup>16</sup>.

Il est possible que les investisseurs ne se fondent pas sur le niveau de performance réalisé mais sur sa variation d'une année sur l'autre. C'est pourquoi, nous avons évalué la *variation* de performance entre (N, N-1) et (N-1, N-2) afin de vérifier si les résultats empiriques sont modifiés.

---

<sup>16</sup> Pour obtenir une mesure ajustée, nous avons calculé le rapport existant entre la performance d'une entreprise en N et la performance moyenne des autres entreprises de l'échantillon en N. La taille de notre échantillon étant grande, nous avons considéré qu'il était raisonnable de penser que la moyenne calculée était peu biaisée par rapport à la performance moyenne réelle des autres entreprises du marché.

#### 2.2.4. L'homogénéité du secteur industriel de la firme

Selon R. Parrino [1992, p. 55], une industrie est considérée comme d'autant plus homogène que les marchés, la technologie et la structure des firmes d'une même industrie sont similaires. Cette définition implique que les firmes d'une industrie homogène réagissent de façon proche à l'annonce d'une nouvelle information concernant un changement de la technologie, de la demande des produits etc. ou d'autres facteurs qui affectent la valeur de la firme. Par conséquent, plus les cours boursiers des firmes d'une même industrie sont corrélés entre eux, plus cette industrie est homogène.

C'est pourquoi nous avons mesuré le degré d'homogénéité d'un secteur industriel de la façon suivante : une régression linéaire multiple a été réalisée en prenant comme variable à expliquer le taux de rentabilité quotidien du titre et comme variables explicatives le taux de rentabilité de l'indice de marché (indice général SBF) et celui de l'indice industriel (indice sectoriel SBF). Nous avons ensuite calculé le *coefficient de corrélation partiel* entre le taux de rentabilité du titre et celui du secteur industriel évalué à partir du coefficient de régression. Celui-ci mesure le pourcentage de variation de la rentabilité du titre<sup>17</sup> expliqué par la variation du rendement de l'indice industriel. La moyenne des corrélations sur l'ensemble des firmes d'une même industrie est prise comme mesure du degré d'homogénéité de cette industrie.

Mathématiquement, on a :

$$R_t = a + bR_i + cR_m$$

avec  $R_t$  = taux de rentabilité du titre  $i$ ,  $R_i$  = taux de rentabilité de l'indice industriel,  $R_m$  = taux de rentabilité du marché

On en déduit le coefficient partiel  $r$  donné par la formule<sup>18</sup> :

$$r = (b/SE) / [(b/SE)^2 + (n-k-1)]^{1/2}$$

<sup>17</sup> Non expliquée par le taux de rentabilité du marché.

<sup>18</sup> T. H. Wonnacott et R. J. Wonnacott [1991, p. 562-564].

avec SE = écart type du coefficient b, n = taille de l'échantillon, k = nombre de régresseurs.

Enfin, on calcule la moyenne  $\bar{r}_i$  sur l'ensemble des firmes d'un même secteur industriel i.

### 2.2.5. L'origine du successeur

La distinction entre les présidents promus en interne et ceux recrutés à l'extérieur de la société est soumise à une ambiguïté. Le cas le plus évident de succession externe est celui où le président vient d'une autre société et est nommé directement au poste de président du conseil d'administration. Mais il est possible que le successeur soit tout d'abord nommé à un poste de grade inférieur avant d'être promu à celui de Pdg. Cette solution permet d'une part au conseil d'administration de vérifier la qualité du futur président et d'autre part au dirigeant d'acquérir le capital humain spécifique nécessaire pour diriger la firme. Les successions de l'échantillon ont été partagées en trois groupes selon l'ancienneté du dirigeant dans la firme (ORIG) : *inférieure à un an, entre trois et cinq ans et supérieure à cinq ans.*

Nous avons réalisé cinq mesures de l'origine de la succession à partir de la variable ORIG, comportant chacune deux modalités, OEXT si la succession est externe, NEXT si la succession est interne :

- la première mesure (ORI1) repose sur la définition *la moins stricte* de la succession externe. Une succession a été considérée comme externe si le successeur est dans la firme depuis *moins de cinq ans*. Sinon, la succession a été considérée comme interne ;
- une deuxième mesure (ORI2), plus stricte que la précédente, intègre dans les successions externes tous les cas où le successeur est dans la firme depuis *moins de trois ans* car le successeur externe n'est pas toujours nommé directement au poste de président ;
- une troisième mesure (ORI3) intègre dans les successions externes les cas où le successeur se trouve dans la société depuis *moins d'un an* ;
- une quatrième mesure (ORI4) exclut les successions intermédiaires (successeur dans la firme depuis plus d'un an et moins de trois ans). La

nomination sera considérée comme externe si le président est dans la firme depuis *moins d'un an* et comme interne si le président est dans la firme depuis *plus de cinq ans* ;

- une cinquième mesure (ORI5) reprend la mesure précédente en excluant les cas où le successeur est dans la firme depuis moins d'un an et est issu d'une société appartenant au même groupe que celle effectuant la succession.

### 2.3. Méthodologie

Nous avons utilisé la *régression linéaire multiple* qui permet d'expliquer une variable indépendante, unique et de nature métrique (dans le cas présent, il s'agit de l'impact du changement de président) en fonction de plusieurs variables explicatives métriques (les variables décrivant le contexte) ou nominales<sup>19</sup> (les variables décrivant la nature du changement).

Les 23 changements de président dont le prédécesseur est parti à la retraite ont été exclus de l'échantillon ; en effet, l'impact de ce type de succession est supposé non significatif car anticipé par les investisseurs du marché avant la date d'annonce. Une variable muette « départ forcé » (comprenant deux modalités 1 = départ forcé et 0 = départ non forcé) a été introduite dans la régression car l'annonce de ce type de départ est susceptible d'induire un effet positif sur l'impact<sup>20</sup>. En outre, cette variable a été croisée avec la variable « performance » afin d'isoler l'effet propre d'un départ « forcé » sur l'impact selon le niveau de performance.

L'influence de l'origine de la nomination a été mesurée en intégrant dans la régression la variable muette « origine du successeur » qui comprend deux modalités : la valeur 1 correspond à la succession externe, la valeur 0 à la succession interne. D'après nos hypothèses, l'effet

---

<sup>19</sup> Celles-ci devront être préalablement transformées en variables binaires (0/1).

<sup>20</sup> Selon l'optique de la théorie de l'agence, la révocation ou le non-renouvellement du mandat du dirigeant permet au conseil d'administration de se débarrasser d'un dirigeant inefficace et ainsi d'agir conformément aux intérêts des actionnaires.

de l'origine de la nomination sur l'impact ne devrait pas être indépendant du contexte dans lequel elle est effectuée<sup>21</sup> ; la variable « origine du successeur » a donc été croisée avec chacune des variables de contexte afin de prendre en compte les effets *d'interaction*<sup>22</sup> entre ces deux catégories de variables<sup>23</sup>. La variable « origine du successeur » a toutefois été introduite dans la régression de façon à vérifier qu'elle n'a pas d'effet propre.

Les régressions portent sur un échantillon beaucoup plus restreint que l'échantillon de départ. Cela est dû principalement au fait que la nature du départ du prédécesseur n'a pu être identifiée pour un grand nombre de successions ; par conséquent, ils n'ont pu être exploités. Il n'a pas été possible de réaliser les régressions sur l'échantillon d'annonces « non brouillées », le nombre de cas étant trop restreint. Toutefois, la variable muette « brou » (= 1 si l'annonce est brouillée, = 0 si l'annonce est non brouillée) a été introduite dans la régression. Elle n'a finalement pas été retenue, son coefficient n'étant pas significatif et la qualité globale de la régression n'étant pas améliorée. Le modèle testé finalement est présenté dans le tableau 4.

Le signe attendu des coefficients  $a_j$  pour chacune des variables correspond *au sens de l'influence propre exercée par chaque variable sur l'impact*. Par exemple, si une variable doit avoir une influence positive sur l'impact (telle que l'homogénéité du secteur industriel de la firme), cela devrait se traduire par un coefficient positif pour cette variable.

Les variables croisées de type « variable de contexte x origine du successeur » indiquent le sens de l'influence de contexte lorsque la succession est externe. Par conséquent, l'effet *total* de chaque variable de

---

<sup>21</sup> Puisque, par exemple, la taille de la firme a un effet *positif* sur l'impact en cas de succession *interne* mais *négatif* en cas de succession *externe*.

<sup>22</sup> La notion d'interaction correspond au fait que l'effet d'une variable explicative sur la variable à expliquer n'est pas identique selon le niveau de l'autre variable explicative ; consulter Y. Evrard, B. Pras, E. Roux [1993, p. 459].

<sup>23</sup> Se reporter à l'ouvrage de T. H. Wonnacott et R. J. Wonnacott [1991, p. 507] et à celui de R. Tomassone, S. Audrain, E. Lesquoy-de Turkeim et C. Millier

contexte en cas de succession *externe* sera égal à la somme de son effet propre (mesuré par le coefficient de la variable de contexte) et de son effet croisé (coefficient de la variable croisée « variable de contexte x origine du successeur »). L'effet de chaque variable de contexte en cas de succession *interne* sera égal à son effet propre puisque dans ce cas, le coefficient de la variable croisée sera nul.

**Tableau 4 –** *Modèle général de régression utilisé*

Variable à expliquer	Variabes explicatives	Signe attendu du coefficient $a_i$	Hypothèse testée
IMPACT =	$a_1$ TAILLE DE LA FIRME	+	H.1
	$+ a_2$ PERFORMANCE DE LA FIRME	0	H.3
	$+ a_3$ HOMOGENÉITÉ DU SECTEUR DE LA FIRME	+	H.5
	$+ a_4$ ORIGINE DU SUCCESSEUR	0	
	$+ a_5$ DÉPART FORCE	+	H.7 et H.8
	$+ a_6$ (PERFORMANCE x DÉPART FORCÉ)	-	
	$+ a_7$ (TAILLE x ORIGINE)	-	H.2
	$+ a_8$ (PERFORMANCE x ORIGINE)	-	H.4
	$+ a_9$ (HOMOGENÉITÉ x ORIGINE)	0	H.6
	$+ a_{10} + e$		

Selon les différentes valeurs des variables binaires, nous avons obtenu quatre équations différentes :

**Tableau 5 –** *Modèle de régression selon la nature de la succession*

Départ "forcé"	Origine de la nomination	Equation de régression
oui	interne	$IMPACT = a_1 TAILLE + (a_2 + a_6) PERFORMANCE + a_3 HOMOGENÉITÉ + a_5 + a_{10} + e$
oui	externe	$IMPACT = (a_1 + a_7) TAILLE + (a_2 + a_6 + a_8) PERFORMANCE + (a_3 + a_9) HOMOGENÉITÉ + (a_5 + a_{10}) + e$
non	interne	$IMPACT = a_1 TAILLE + a_2 PERFORMANCE + a_3 HOMOGENÉITÉ + a_{10} + e$
non	externe	$IMPACT = (a_1 + a_7) TAILLE + (a_2 + a_8) PERFORMANCE + (a_3 + a_9) HOMOGENÉITÉ + (a_4 + a_{10}) + e$

[1992, p. 87] pour un rappel de la méthode de régression avec effets d'interaction.

## 2.5. Synthèse et interprétation des résultats

### 2.5.1. Synthèse des résultats

Une régression de base a été effectuée (cf. tableau 6) en prenant les mesures suivantes pour chacune des variables :

- *l'impact*, la variable à expliquer, RACM1 = rentabilités anormales moyennes cumulées sur les jours -1 et 0 ; il s'agit de la mesure usuelle utilisée dans les études d'événement ;
- la *nature du départ*, variable DFOR = 1 si le départ est « forcé », = 0 si le départ est « non forcé » ; les retraites ont été exclues de l'échantillon ;
- *l'origine du successeur*, variable ORI4 = 1 si la succession est externe (prédécesseur dans la firme depuis moins d'un an), = 0 si la succession est interne (prédécesseur dans la firme depuis plus de cinq ans) ;
- la *taille*, TAIL1 = capitalisation boursière l'année de la succession (N) mesurée en valeur logarithmique ;
- la *performance*, PR3F = variation entre N et N-1 <sup>24</sup> du taux de rentabilité des capitaux propres mesuré en valeur boursière et en valeur relative par rapport aux autres entreprises du marché ;
- *l'homogénéité du secteur industriel*, MHOM = moyenne sur l'industrie du coefficient de corrélation partiel entre la rentabilité boursière de chaque firme et celle de l'indice sectoriel.

---

<sup>24</sup> L'année N renvoie à l'année du changement de dirigeant.

**Tableau 6 – Régression de base : variable à expliquer RACM1**

variables explicatives	TAIL1	PERF	MHOM	ORI4	DFOR	DFOR* PERF	ORI4* TAIL1	ORI4* PERF	ORI4* MHOM	cte
coefficients	-0.009	0.137**	-0.359	-0.088	0.043**	-0.049	0.007	-	0.764	-0.029
	(-1.100, 0.285) <sup>25</sup>	(2.474, 0.023)	(-0.845, 0.408)	(-1.189, 0.249)	(2.355, 0.029)	(-0.991, 0.334)	(0.815, 0.425)	(-2.256, 0.036)	(1.480, 0.155)	(-0.468, 0.645)
R <sup>2</sup> ajusté :	0.486	F Fisher :	3.947***	autocorr. résidus :	0.075 (1.730) <sup>26</sup>	N <sup>27</sup> :	29			

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

La régression de base a ensuite été réitérée en faisant varier la mesure des différentes variables de façon à tester la robustesse des résultats. Les résultats sont présentés dans le tableau 7.

**Tableau 7 – Synthèse des résultats obtenus dans les régressions**

Variables explicatives	Signe attendu du coefficient <sup>28</sup>	Résultats obtenus	Mesures des variables pour lesquelles l'hypothèse est validée <sup>29</sup>
Pouvoir explicatif global		R <sup>2</sup> ajusté autour de 50% et significatif	. avec une mesure de performance de l'année de la succession (N) ou en variation entre N et N-1 . si l'impact est mesuré sur une période se situant autour de la date d'annonce ou sur une période antérieure
taille de la firme	+	+ ou NS	. signe + en association avec une mesure de performance utilisant le taux de rentabilité des capitaux propres en valeur comptable
Performance	0	variable	. coefficient NS si la performance est mesurée par la rentabilité des capitaux propres associées avec certaines mesures de l'origine du successeur

<sup>25</sup> Dans les tableaux suivants, le premier chiffre de la parenthèse renvoie à la valeur du t de Student, le deuxième chiffre représente le seuil de significativité. Pour chacune des régressions exposées, un test de Kolmogorov et Smirnov a été effectué qui montre que l'hypothèse de normalité des résidus ne peut être rejetée ; les tests de significativité sont donc valides.

<sup>26</sup> Test de Durbin - Watson.

<sup>27</sup> Nombre d'observations.

<sup>28</sup> D'après nos hypothèses de recherche.

<sup>29</sup> Seules les régressions présentant un R<sup>2</sup> significatif sont considérées.

Homogénéité du secteur	+	+ ou NS	. signe + en association avec une mesure de performance utilisant la variation du taux de rentabilité des capitaux propres en valeur comptable (mais le pouvoir explicatif de la régression est faible)
Origine externe du successeur	0	+ ou NS	. coefficient NS en association avec une mesure de performance utilisant la rentabilité des capitaux propres calculée en valeur boursière ou la rentabilité économique . coefficient NS quelles que soient les mesures utilisées pour l'origine du successeur, la taille de la firme et l'impact
Départ forcé du prédécesseur	+	+ ou NS	. signe + en association avec une mesure de performance utilisant le taux de rentabilité des capitaux propres en valeur comptable ou la variation de ce taux en valeur boursière
Performance x départ « forcé »	-	- ou NS	. signe - en association avec une mesure de l'impact cumulant les rentabilités anormales sur les périodes [- 5 ; +5] et [-2 ; +2]
Taille x origine du successeur	-	- ou NS	. signe - avec le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré en valeur comptable
Performance x origine du successeur	-	variable	. signe - avec le taux de rentabilité des capitaux propres en valeur boursière . signe - si l'impact est cumulé sur la période [- 2 ; +2]
Homogénéité x origine du successeur	+	+ ou NS	. signe + si l'impact est cumulé sur les soixante jours antérieurs à la date d'annonce

### 2.5.2. Interprétation des résultats

Les résultats obtenus dans les analyses multivariées confirment les résultats trouvés par les études d'événement (voir I. Dherment-Férère 1995] et mettent en évidence le rôle *explicatif* du contexte et de la nature de la succession dans la variation de richesse induite par un changement de président.

Toutefois, l'interprétation des résultats doit être nuancée en fonction des mesures utilisées pour les différentes variables. Cette interprétation se situe à deux niveaux : le pouvoir explicatif global de la régression et la contribution de chaque variable explicative.

- Le pouvoir explicatif global

Le coefficient de détermination ajusté est dans certains cas supérieur à 50% et significatif au seuil de 1%, ce qui signifie que les variables indé-

pendantes expliquent plus de la moitié de la variance totale de l'impact de l'annonce de la succession. Par conséquent, l'impact de la succession sur le cours boursier dépend en grande partie des caractéristiques afférentes au contexte et à la nature du changement. La qualité globale de la régression varie selon la mesure utilisée pour les différentes variables. Trois remarques peuvent être formulées :

- la qualité d'ajustement varie peu en fonction de la mesure de la taille de la firme, de l'origine du successeur et du modèle théorique utilisés dans le calcul de l'impact. Ce résultat s'interprète aisément, compte tenu de la forte corrélation existant entre les différentes mesures utilisées pour chacune de ces trois variables ;

- en revanche, le pouvoir explicatif de la régression est plus important si l'impact est examiné autour de la date d'annonce ou sur une période antérieure à l'événement ; ils ne sont pas significatifs si l'impact est examiné sur l'ensemble de la période ou sur les trente jours ultérieurs à la date d'annonce. Ce résultat montre bien que les investisseurs du marché anticipent l'événement de succession avant son annonce publique et qu'il est complètement intégré dans le cours après la date d'annonce ;

- les résultats obtenus sont particulièrement sensibles à la mesure de performance utilisée.

Par ailleurs, le  $R^2$  ajusté est significatif si la mesure de performance de référence est celle de *l'année du changement de dirigeant* ou la *variation de performance entre l'année de la succession et l'année qui la précède* ; les régressions effectuées avec cette deuxième mesure présentent en outre une faible autocorrélation des résidus. Les actionnaires réagissent donc de façon plus marquée à une *mesure de performance récente par rapport à l'événement de succession* ;

Enfin, la qualité d'ajustement de la régression est significative avec le taux de rentabilité des capitaux propres, estimé en valeur comptable ou boursière, avec le taux de rentabilité économique et le ratio de Marris ; en revanche, les résultats ne sont pas significatifs avec l'indice de Treynor, le Q de Tobin et la rentabilité du titre ajustée par rapport à la rentabilité du marché. Pour évaluer la performance du président, les actionnaires semblent donc se référer aux mesures de performance les

moins complexes se basant sur des données comptables et n'intégrant pas le risque.

- La contribution de chaque variable explicative

La lecture du tableau 7 appelle les remarques suivantes :

- le coefficient associé à la variable explicative est, selon la régression considérée, *non significatif* ou *significatif et de signe conforme à ce qui était anticipé* ; ces résultats montrent que l'incidence de chaque variable liée au contexte et à la nature du changement reste vérifiée si son influence est contrôlée par rapport à celle des autres variables explicatives ; ils doivent cependant être examinés en fonction des mesures utilisées ;

- les coefficients varient peu (en termes de grandeur et de significativité) en fonction de la mesure de la taille de la firme mais sensiblement en fonction de la mesure de performance ; le nombre de coefficients significatifs dans la régression est plus grand si les successions intermédiaires sont exclues<sup>30</sup> et si l'impact est examiné sur une courte période autour de la date d'événement ;

- les coefficients liés aux variables croisées entre le contexte et l'origine du successeur confirment dans certains cas l'*effet d'interaction* existant entre ces deux catégories de variables ; par conséquent, l'influence exercée par le contexte sur l'impact du changement de dirigeant dépend en partie de l'origine qui sera choisie pour le successeur.

## Conclusion

Cet article montre que l'impact d'un changement de dirigeant sur la richesse des actionnaires varie selon le type de changement effectué et selon le contexte. Les résultats de l'étude empirique mettent en évidence que l'annonce d'un changement de président dans les grandes sociétés françaises cotées est d'autant plus favorable aux actionnaires que

---

<sup>30</sup> Les successions intermédiaires correspondent au cas où les dirigeants sont présents dans la firme depuis un à trois ans. La mesure excluant les successions intermédiaires est ORI4.

la firme est de grande taille si la succession est interne et d'autant moins favorable si la succession est externe. L'incidence du contexte de performance sur l'impact est ambiguë si la succession est interne mais il exerce une influence positive sur l'impact en cas de succession externe. L'impact de la succession est d'autant plus favorable que le secteur industriel de la firme est homogène quelle que soit l'origine du successeur. Enfin, le fait que le départ du prédécesseur soit forcé induit un effet positif sur l'impact.

Cette recherche a été centrée sur l'incidence du contexte et de la nature du changement de dirigeant. Elle pourrait être approfondie de plusieurs façons :

- d'autres caractéristiques inhérentes au dirigeant partant pourraient être prises en compte dans les études empiriques : en particulier, la rémunération et le degré d'enracinement de ce dernier sont susceptibles de jouer un rôle sur la variation de richesse engendrée par le changement de dirigeant.

- les caractéristiques du successeur ont été appréhendées au travers de son origine, interne ou externe à l'entreprise. Cette variable à deux modalités pourrait être affinée. Il serait intéressant de considérer l'origine sectorielle du successeur (interne ou externe au secteur industriel de la firme). Celle-ci est susceptible de jouer un rôle dans la mesure où un dirigeant provenant du même secteur que celui de la firme possède des compétences spécifiques à l'industrie alors qu'un dirigeant provenant d'un secteur différent ne possède pas ces compétences. En outre, la qualité du successeur pourrait être caractérisée par d'autres variables. La réputation du dirigeant semble notamment jouer un rôle déterminant pour évaluer la valeur du capital humain des successeurs potentiels<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> La réputation de « redresseur » semble jouer un rôle important pour choisir un successeur à la tête des entreprises en difficultés. Ainsi, en 1989, Serge Tchuruk, décrit comme « l'homme du redressement de CDF-Chimie » est nommé à la tête de Total-CFP afin de créer une nouvelle dynamique (*Les Échos* du 10/09/89 et du 11/09/89) ; de même, la nomination, en 1993, de Pierre Blayau à la présidence du directoire de Pinault-Printemps est symbolique : c'est à lui en effet que Pont-à-Mousson doit d'avoir retrouvé une pleine rentabilité en tirant un trait sur des diversifications qui avaient un temps représenté jusqu'à 50% de l'activité

## Bibliographie

Becker G. [1964], *Human Capital*, Chicago, University of Chicago Press.

Bibeault D. D. [1982], *Corporate Turnaround*, New-York, Mc Graw-Hill Book Co.

Bonnier K. A., Bruner R. F. 1989, « An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, p. 95-106.

Cannella A. A., Lubatkin M., Kapouch M. [1991], « Antecedents of Executive Selection : Additional Empirical Evidence », *The Academy of Management Journal*, Best Papers Proceedings, p. 11-15.

Dalton D. R., Kesner I. F. [1983], « Inside/Outside Succession and Organizational Size : the Pragmatics of Executive Replacement », *The Academy of Management Journal*, Vol. 26, n° 4, December, p. 736-742.

Dalton D. R., Kesner I. F. [1985], « Organizational Performance as a Antecedent of Inside/Outside Chief Executive Succession : an Empirical Assessment », *The Academy of Management Journal*, Vol. 28, n° 4, December, p. 749-762.

Dherment-Férère I. [1995], « L'effet de la succession des dirigeants sur la richesse des actionnaires », Les entretiens de la Finance 17e congrès annuel de l'AFFI, décembre.

Dherment-Férère I. [1996], « L'impact de la succession d'un dirigeant sur la richesse des actionnaires : une analyse de la littérature », XIIIe Journées Nationales des IAE, avril.

Evrard Y., Pras B., Roux E. [1993], *Market : études et recherches en marketing*, Paris, Nathan.

Fama E. F. [1980], « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, Vol. 88, n° 2, April, p. 288-307.

Furtado E. P. H., Rozeff, M. S. [1987], « The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes », *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, n° 1, March, p. 147-160.

---

du groupe. Or, cette année là, Pinault-Printemps devait précisément faire un choix sur les filiales à céder pour réduire son endettement (*Les Échos*, 19/03/93).

Hamon J., Jacquillat B. [1990], « Les données actions de la banque de données boursières AFFI-SBF », *Cahiers du CEREQ*, n° 9014.

Parrino R. [1992], *CEO Turnover and Outside Succession : a cross-sectional Analysis*, University of Rochester, New York.

Schwartz K. B., Menon K. [1985], « Executive Succession in Failing Firms », *The Academy of Management Journal*, Vol. 28, n° 3, June, p. 680-686.

Tomassone R., Audrain S., Lesquoy de Turckheim E., Millier C. [1992], *La régression, nouveaux regards sur une ancienne méthode statistique*, 2e édition révisée, Paris, Masson.

Walsh J. P., Seward J. K. [1990], « On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms », *The Academy of Management Review*, Vol. 15, n° 3, p. 421-458.

Wonnacott T. H., Wonnacott R. J. [1991], *Statistique*, 4e édition, Paris, Economica.