

Les facteurs de changement des dirigeants : une étude empirique sur le NASDAQ*

Alain FINET

Université de Mons-Hainaut, Belgique

Réal LABELLE

HEC Montréal, Canada

Classification JEL : G300, G390

Correspondance :

Chaire de gouvernance et juricomptabilité, HEC Montréal

3000 Chemin de la Côte-Ste-Catherine

Montréal, Québec H3T 2A7, Canada

E-mail : Real.Labelle@hec.ca

Résumé : Cette étude analyse la relation présumée entre certaines caractéristiques d'entreprises de la nouvelle économie et de leur PDG et la probabilité de leur remplacement lors d'une chute de performance. Sur un échantillon de 100 entreprises du NASDAQ ayant subi une chute boursière entre mars 2000 et janvier 2003, nous mettons en évidence 55 cas de changements de PDG. Ceux-ci sont associés à la durée des fonctions du PDG, la proportion d'investisseurs institutionnels, la taille et le cumul de fonctions.

Mots clés : changement de dirigeants – enracinement – NASDAQ – gouvernance.

Abstract : This study examines the hypothesized relationship between certain characteristics of new economy firms and their CEO and the decision to replace the latter following a performance decline. A sample of one hundred companies listed on the NASDAQ and showing a decline in their stock price during the bear market period from March 2000 to January 2003 brings out 55 CEO changes. The replacement decision is associated with the time a position is held, the proportion of institutional investors, the size of the firm and the number of mandates.

Key words : management turnover – manager entrenchment – NASDAQ – corporate governance.

* Cette recherche a bénéficié du soutien de l'Alliance de recherche en gouvernance et juricomptabilité (www.hec.ca/cgj/) subventionnée dans le cadre du Programme de l'Initiative de la nouvelle économie du Conseil de recherches en sciences humaines du Canada et de celui de l'Institut canadien des comptables agréés. Nous remercions également Gérard Charreaux de l'Université de Bourgogne, Pascal Louvet de l'ESA de Grenoble 2, les deux réviseurs anonymes de FCS et les participants aux congrès de l'AFFI (décembre 2002) et de Mons (mai 2003) sur « Gouvernance et nouvelle économie » pour leurs commentaires et suggestions judicieuses. Nous sommes évidemment responsables de toute erreur qui subsisterait.

Jusqu'en décembre 2001, la notion qu'une saine gouvernance est synonyme de performance et de protection des intérêts minoritaires expliquait en grande partie l'intérêt que lui portaient les marchés boursiers et, par ricochet, les entreprises qui y sont cotées. Puis, survinrent Enron et les autres fraudes qui s'ajoutaient à la déconfiture des entreprises de la nouvelle économie. Ces bouleversements ont fait réaliser jusqu'à quel point les entreprises, même les plus grandes, peuvent être vulnérables aux fraudes, aux manipulations et, de manière générale, aux difficultés que représente l'évaluation des actifs incorporels. Les comportements douteux qu'on a pu observer chez certains dirigeants, conséquence de cette difficulté de juger de manière objective leur gestion, ramènent la problématique de l'enracinement des dirigeants au cœur de celle plus large de la gouvernance.

Le modèle de Shleifer et Vishny (1989) peut être utilisé pour décrire dans quelle mesure les dirigeants d'entreprise peuvent s'enraciner malgré les processus internes et externes de gouvernance. Dans ce modèle, les dirigeants réalisent des investissements spécifiques, que ce soit sur le plan physique ou incorporel, qui font en sorte qu'il devient coûteux pour les actionnaires de les remplacer. Le degré d'enracinement tient à la spécificité des actifs de la firme par rapport aux connaissances et aux compétences des dirigeants en poste. Il dépend aussi de l'irréversibilité de ces investissements, soit de la fraction de la valeur des actifs qui ne peut être recouvrée en les revendant. Ces attributs caractérisant dans une large mesure les entreprises de la nouvelle économie, cette étude des facteurs d'enracinement utilise le NASDAQ comme champ de recherche.

Ces cadres d'analyse théorique et empirique impliquent que, parce que leur performance peut difficilement être évaluée, les dirigeants des firmes appartenant à la nouvelle économie, pourraient plus ou moins facilement réduire le risque d'être évincés, obtenir une rémunération plus élevée et profiter d'un espace discrétionnaire plus important dans leurs choix stratégiques en matière notamment de diversification ou de concentration sur un métier spécifique. Ces implications vont à l'encontre de l'idée qui se trouve en filigrane de la notion de gouvernance. En effet, ce concept laisse entendre que, si le processus de gouvernance est efficace, l'équipe dirigeante est remplacée lorsqu'elle ne crée plus de valeur pour les actionnaires.

L'objectif de cet article est de tenter de réfuter cette théorie de l'enracinement des dirigeants en utilisant un échantillon d'entreprises de la nouvelle économie pour examiner s'il existe une relation entre certains facteurs caractérisant les dirigeants ou leur entreprise et la décision de les remplacer. Pour ce faire, nous avons retenu une période baissière du marché du NASDAQ, allant de mars 2000 à janvier 2003, d'où nous avons tiré un échantillon aléatoire de 100 entreprises ayant connu une chute de leur cours. Au-delà de la chute de performance et de la nature spécifique des actifs de ces firmes, la période choisie devait *a priori* révéler plusieurs modifications au sein des équipes dirigeantes. De fait, comme le montre le tableau 1, notre échantillonnage met en évidence 90 changements de direction, soit 35 directeurs financiers (DF) en plus des 55 changements de Président directeur général (PDG) qui font l'objet de l'étude. Tout en contrôlant pour l'asymétrie d'information et la présence d'investisseurs institutionnels, nous avons choisi l'âge, la durée des fonctions, le statut de fondateur et le cumul de fonctions pour représenter les caractéristiques des dirigeants qui pourraient empêcher leur remplacement.

Tableau 1 – *Changements à la direction*

Président directeur général	55	61,2 %
Directeur financier	35	38,8 %
Total des changements	90	100 %

Les résultats indiquent que, conformément à nos hypothèses, la durée des fonctions, le cumul des fonctions de PDG et de président du conseil d'administration (PCA) et la proportion d'investisseurs institutionnels dans la structure de capital sont liés à la décision de remplacement. Contrairement à nos attentes, il apparaît qu'il n'y a pas de relation entre l'âge, le statut de fondateur, le cumul d'une fonction et d'un statut comme ceux de président et de fondateur, la taille et cette décision.

L'article s'articule ainsi. Dans la première section, nous exposons les raisons qui nous ont conduits à retenir le NASDAQ comme champ d'investigation. Ensuite, nous développons les hypothèses relatives aux variables susceptibles d'influer sur le processus de changement au sein des équipes dirigeantes. Les sections suivantes présentent la méthodologie, les analyses ainsi que l'interprétation des résultats. Enfin, nous concluons en identifiant les limites de notre étude et en suggérant quelques pistes de recherche.

1. Le NASDAQ comme champ d'investigation de l'enracinement

Shleifer et Vishny (1989) prétendent que les dirigeants d'entreprise peuvent s'enraciner en réalisant des investissements spécifiques, que ce soit sur le plan physique ou intellectuel, qui font en sorte qu'il devient coûteux pour les actionnaires de les remplacer malgré les mécanismes internes et externes de gouvernance. La pérennité de l'entreprise leur est alors intimement liée et le développement et la mise au point des produits peuvent difficilement être confiés à d'autres qui n'en connaissent pas les différentes facettes. Cette possibilité d'enracinement tient à la spécificité des actifs de la firme par rapport à leurs connaissances et à leurs compétences. Elle dépend aussi de l'irréversibilité de ces investissements, soit de la fraction de la valeur des actifs qui ne peut être recouvrée en les revendant. Ce cadre d'analyse théorique peut aussi être évoqué pour examiner si les dirigeants des firmes de la nouvelle économie sont en mesure d'éviter d'être évincés notamment parce que leur performance est difficile à évaluer. L'analyse de Parrino (1997) va dans le même sens en concluant qu'il semble plus facile de trouver un successeur dans un secteur où le capital humain spécifique est relativement faible. La probabilité du remplacement d'un président directeur général (PDG) augmenterait avec le caractère homogène du secteur au sein duquel évolue l'entreprise.

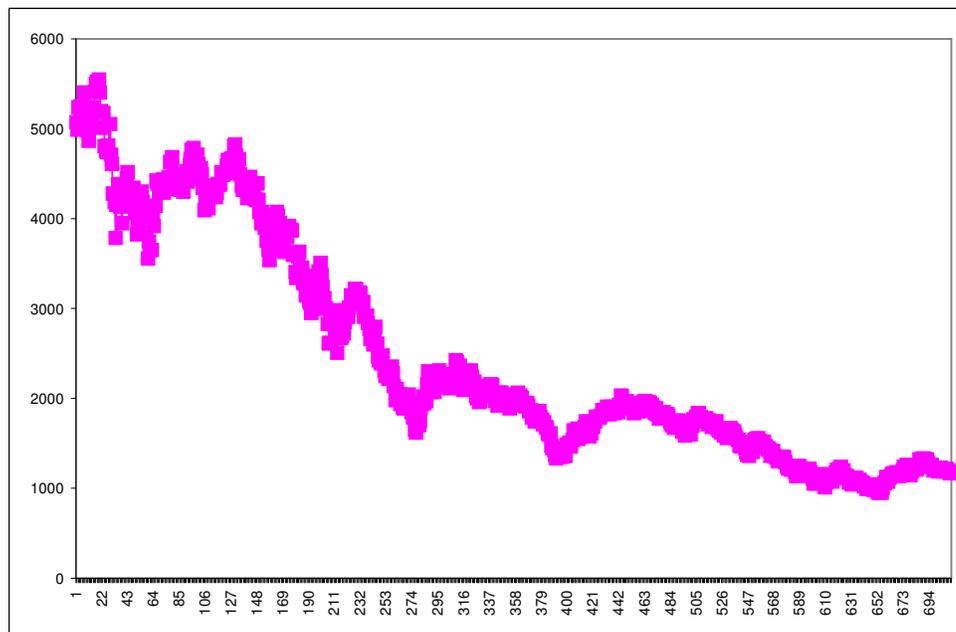
Les entreprises cotées sur ce marché sont caractérisées par des opportunités de croissance élevées mais aussi par des problèmes d'asymétrie informationnelle en raison du caractère principalement intangible de leurs actifs (Cui et Mak, 2002). Leur durée de vie relativement courte et leur taille ne permettent pas toujours aux investisseurs de se référer à des analyses passées de leur performance. De plus, Ang et *al.* (2003) montrent que, dans le cas d'entreprises de taille relativement réduite pour lesquelles le nombre de candidats potentiels au poste de PDG est élevé, le marché du travail peut être moins efficient parce qu'il est coûteux pour les cabinets de recrutement de collecter des informations sur les nouveaux dirigeants potentiels.

Ces arguments théoriques et empiriques caractérisant dans une large mesure les entreprises du NASDAQ, nous utilisons ce marché comme champ d'analyse pour examiner les facteurs d'enracinement dans les entreprises qui y sont cotées. Jusqu'au début de l'an 2000,

ces entreprises ont reçu un soutien massif et presque aveugle de la part des investisseurs et ce, en dépit de fondamentaux peu favorables. Cet état de fait, qui favorisait le maintien de bonnes relations avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise, est susceptible d'avoir également favorisé l'enracinement des dirigeants. En choisissant la période caractérisée par un renversement de tendance dans la valeur des entreprises qui a suivi ce marché haussier comme champ d'analyse, nous visons à réduire l'ambiguïté relative à l'évaluation de la performance et à mieux cerner la relation présumée entre certains facteurs caractérisant les dirigeants ou leur entreprise et la décision de les remplacer.

En effet, à partir de mars 2000, la situation globale des entreprises du NASDAQ s'est dégradée et les investisseurs ainsi que les entreprises s'en sont quelque peu désintéressés, comme le montrent les données périodiques présentées dans les trois figures qui suivent. Nous avons colligé ces statistiques sur le site du NASDAQ (<http://www.nasdaqnews.com>).

Figure 1 – *Évolution de l'indice du NASDAQ de mars 2000 à janvier 2003*



La figure 1 présente l'évolution à la baisse de l'indice NASDAQ de mars 2000 à janvier 2003. La figure 2 montre que les entreprises sont également moins nombreuses à se faire coter sur ce marché, leur nombre passant d'une cinquantaine par mois en moyenne de mars à septembre 2000 à environ cinq par mois, en moyenne, du début de 2001 à mai 2002. On constate donc une certaine désaffection par rapport à ce type de marché. Finalement, la figure 3 révèle qu'à compter de mars 2000, le nombre d'entreprises qui ont été retirées de la cote en raison du non-respect des critères de cotation a régulièrement augmenté jusqu'en juillet 2001, que le nombre d'entreprises rachetées a graduellement diminué passant de 39 à 21 en mars 2002, tandis que le nombre d'entreprises qui ont fait faillite est demeuré relativement stable.

Figure 2 – *Nombre de nouvelles émissions publiques sur le NASDAQ de mars 2000 à mai 2002*

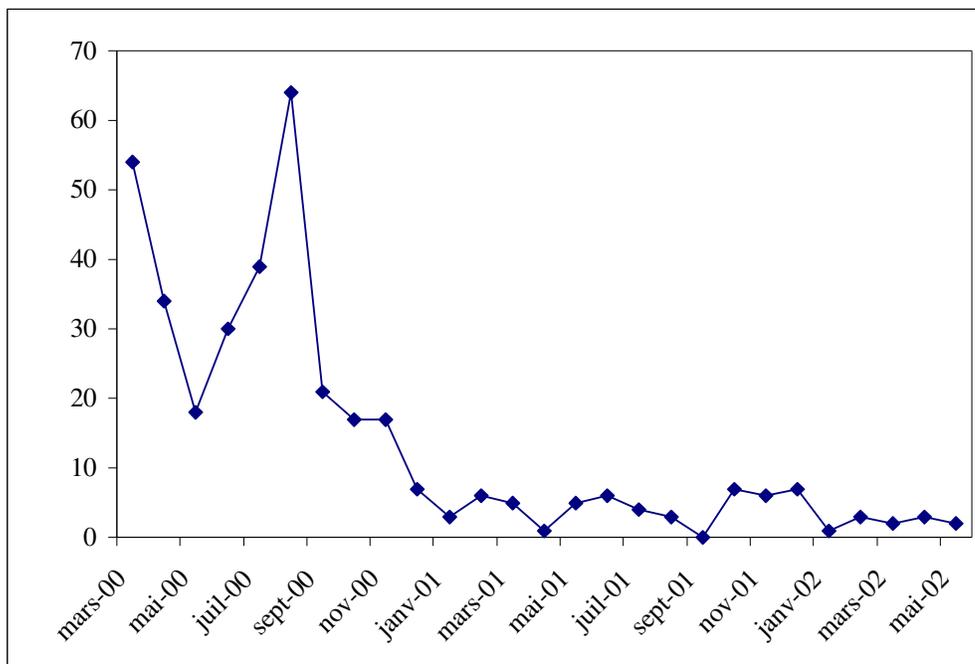
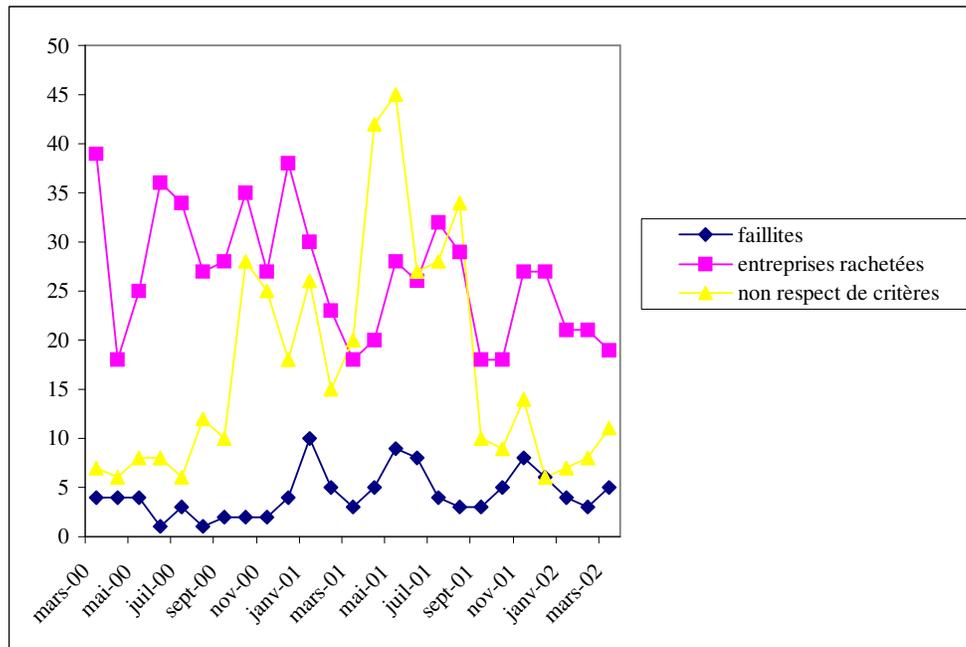


Figure 3 – Évolution du nombre d'entreprises retirées de la cote du NASDAQ et raisons de ce retrait pour la période de mars 2000 à mars 2002



2. Construction des hypothèses

Une partie importante de la littérature concernant les changements de dirigeants se focalise sur la réaction du marché à l'annonce de cette décision. Cette étude examine plutôt si certaines caractéristiques des dirigeants et de leur entreprise sont susceptibles de favoriser leur enracinement.

Shleifer et Vishny (1989) postulent que le dirigeant prend des décisions dont le caractère spécifique fait qu'au fil du temps, il devient la seule personne en mesure de les mener à terme. Il honore ainsi certains contrats implicites qui lui permettent de renforcer sa position au sein de l'organisation. *A priori*, plus longue est la durée pendant laquelle il occupe le poste de PDG, plus il devient difficile de briser son éventuel enracinement en le remplaçant. Ceci nous conduit à poser

l'hypothèse d'une relation négative entre la durée des fonctions de PDG et la probabilité de changement de ce dernier lors d'une chute de performance.

Hypothèse 1 : Il y a une relation positive entre la durée des fonctions de PDG et la probabilité de son remplacement.

Le même type de raisonnement prévaut pour l'âge du PDG, c'est-à-dire que son vieillissement peut l'amener à avoir une meilleure connaissance de la manière de contourner les mécanismes de gouvernance, en dehors de l'influence de la durée d'occupation du poste. Notamment, un PDG âgé, même s'il n'occupe pas ce poste depuis longtemps, peut plus facilement contourner les mécanismes de contrôle du fait de son expérience. D'un autre côté, le vieillissement peut aussi accroître la probabilité de remplacement en raison de l'approche de la retraite.

Hypothèse 2 : Il y a une relation positive entre l'âge du PDG et la probabilité de son remplacement.

Le cumul de fonctions par le PDG, que ce soit celle de président du conseil d'administration (PCA), de directeur des opérations (DO) ou de directeur financier (DF), et le fait qu'il puisse en plus avoir le statut de fondateur (FDT) peuvent faire en sorte qu'il soit en mesure de contrôler le conseil et de contourner les autres mécanismes de gouvernance (Charreaux 1997). Cette situation de cumul peut aussi nuire au processus de changement et ainsi favoriser l'enracinement du PDG. La fin non planifiée de la relation contractuelle entre l'entreprise et son PDG-fondateur peut avoir des effets destructeurs sur le processus de création de valeur. Plusieurs études ont analysé ces phénomènes.

Les plus classiques comme celle de Jensen (1993) prétendent que le cumul des fonctions de PDG et de PCA affaiblit le système interne de gouvernance, parce qu'il est difficile pour le conseil d'administration d'être objectif dans son jugement de la performance du PDG. Cet argument est confirmé empiriquement par Goyal et Park (2002), qui montrent que le niveau de performance du PDG et la décision de le remplacer sont moins liés lorsque ce dernier assume également le rôle de PCA.

À contre courant de la majorité des recherches menées à partir de cette problématique, les études de Baliga et *al.* (1996), Finkelstein et D'Aveni (1994) ainsi que celle de Boyd (1995) concluent qu'un sys-

tème n'est pas nécessairement supérieur à l'autre en comparant leurs niveaux de performance. Il convient toutefois de noter que ces auteurs utilisent un nombre limité de taux de rentabilité boursiers traduisant une vision essentiellement à court terme. Plusieurs raisons, relatives au fait que les PDG et les conseils d'administration n'auraient pas nécessairement des objectifs divergents, expliquent cette absence de différence. Notamment, le conseil d'administration serait indifférent au fait qu'il y ait un cumul de fonctions tant que le PDG/PCA agit de manière efficiente et que les autres mécanismes de surveillance fonctionnent bien. De plus, la séparation serait plus utile dans les entreprises de grande taille. Selon Palmon et Wald (2002) également, le choix entre un modèle de direction uni ou bicéphale devrait se faire en fonction de la taille de l'entreprise. Un niveau de direction unique conviendrait mieux aux petites entreprises tandis que les entreprises de plus grande taille auraient intérêt à opter pour une structure bicéphale, où la scission des rôles au sein de l'organisation permettrait un meilleur contrôle et assurerait un processus de succession optimal (Fosberg et Nelson, 1999).

Étant donné les résultats contradictoires des études antérieures, en reprenant l'argumentation de Jensen (1993), nous faisons l'hypothèse qu'il y a une relation entre le fait que le PDG occupe également soit le poste de PCA, soit celui de directeur des opérations (DO) ou de directeur financier (DF) et le risque de neutraliser certains mécanismes de gouvernement d'entreprise et, de ce fait, celui de réduire la probabilité d'éviction du PDG sous-performant.

Hypothèse 3 : Il y a une relation négative entre le cumul des fonctions de PDG et PCA et la probabilité de son remplacement.

Hypothèse 4 : Il y a une relation négative entre d'autres formes de cumul, par exemple entre PDG et DO ou entre PDG et DF et la probabilité de changement du PDG.

En particulier, dans les entreprises de la nouvelle économie, les risques décrits par Jensen (1993) relatifs au cumul de fonctions pourraient être exacerbés par le fait que le PDG soit également le fondateur de l'entreprise. Tel qu'avancé par Shleifer et Vishny (1989), la capacité de blocage des mécanismes de surveillance est renforcée par le niveau de connaissances techniques difficilement transposables. En effet, le PDG-fondateur possède généralement une connaissance très pointue de l'activité technique et stratégique de son entreprise. Il peut

donc s'avérer difficile de le remplacer efficacement et rapidement surtout s'il n'a pas planifié sa succession. Ces raisons nous conduisent à poser l'hypothèse que le cumul de la fonction de PDG et du statut de fondateur au sein des entreprises dont les actifs immatériels sont importants comme celles du NASDAQ peut retarder son remplacement. Encore une fois, sur ce point, les résultats des études antérieures ne vont pas nécessairement dans le sens de la théorie. Notamment, Mac Conaughy et al. (1998) ont montré que les entreprises cotées contrôlées par des capitaux familiaux provenant des fondateurs étaient plus performantes que les autres. Ces auteurs ont mesuré leur performance en termes de croissance des ventes et des flux de trésorerie par employé. C'est pourquoi nous testons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : Il y a une relation négative entre le cumul des fonctions de PDG et de PCA, couplé au fait que le PDG soit également fondateur (FDT) de l'entreprise, et la probabilité de son remplacement.

Au niveau des variables caractérisant l'entreprise, nous avons retenu la taille surtout comme variable de contrôle et la proportion de capital détenu par les investisseurs institutionnels comme étant potentiellement liées à la décision de changement de PDG dans les sixième et septième hypothèses.

Plusieurs raisons expliquent le choix de la taille en plus de celle évoquée précédemment. D'un côté, une entreprise de grande taille possède généralement une structure lourde qui peut permettre au PDG d'honorer des contrats implicites plus facilement que s'il œuvrait au sein d'une entreprise de plus petite taille. Cosh et Hughes (1997) montrent que l'accroissement de la taille permettrait au dirigeant de s'enraciner ou de réduire les probabilités d'éviction, en dépit de niveaux de performance relativement faibles. D'un autre côté, les entreprises de grande taille font généralement l'objet d'un suivi plus important de la part des analystes financiers, réduisant ainsi l'asymétrie d'information en mettant plus rapidement en évidence les erreurs éventuelles de gestion que dans les entreprises dont la capitalisation boursière est de moindre importance. Ces deux effets s'annulant *a priori*, nous ne posons pas d'hypothèse sur le sens de la relation mais croyons qu'il est indispensable de contrôler ce facteur.

Hypothèse 6 : Il n'y a pas de relation entre la taille (LnCAP) et la probabilité de changement du PDG.

La présence d'investisseurs institutionnels dans le capital d'une entreprise peut conforter ses mécanismes internes de gouvernance et, ainsi, augmenter la probabilité de remplacement du dirigeant en cas de mauvaise performance. Plus ils possèdent une proportion importante du capital d'une entreprise, plus ils sont en mesure de s'immiscer dans sa gestion notamment en faisant élire des représentants au conseil. Nous anticipons donc une relation positive entre la proportion d'investisseurs institutionnels et la probabilité de changement du PDG.

Hypothèse 7 : Il y a une relation positive entre la proportion d'investisseurs institutionnels (%INST) et la probabilité de changement du PDG.

3. Échantillonnage, définition des variables et collecte de données

D'abord, nous avons tiré de la population des entreprises du NASDAQ un échantillon aléatoire de 100 entreprises ayant connu une chute de rentabilité boursière entre mars 2000 et janvier 2003. Pour chaque entreprise, nous avons ensuite effectué un suivi des informations divulguées à leur sujet ou au sujet de leur PDG. Ces renseignements nous ont permis de déterminer s'il y avait eu un changement de dirigeant durant cette période. Dans l'affirmative, la variable binaire PDG prenait la valeur de 1 et de 0 dans le cas inverse.

Nous avons aussi colligé les données caractérisant soit le PDG sortant, soit le PDG demeurant en poste nécessaires à la vérification des hypothèses présentées dans la section précédente relatives à la probabilité de remplacement. La durée d'occupation du poste par le PDG (LnDUR) est mesurée par le logarithme du nombre de mois qui se sont écoulés entre sa nomination et son remplacement de même que l'âge du PDG (LnAGE). La variable CUMUL est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le PDG occupe également une ou plusieurs autres fonctions dans l'entreprise, 0 dans le cas contraire. La taille est mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise (LnCAP). La présence d'investisseurs institutionnels (%INST) est mesurée par leur proportion dans le capital de l'entreprise.

Au-delà de la consultation systématique du site Internet des entreprises de l'échantillon, plusieurs bases de données ont été utilisées.

Celle qu'on peut retrouver à l'adresse – <http://news.moneycentral.msn.com/> – nous a permis d'obtenir la date du changement de dirigeant. L'adresse de Yahoo.marketguide.com a été utilisée pour collecter les caractéristiques des dirigeants demeurant en poste durant la période considérée. Finalement, le site du NASDAQ (<http://www.nasdaq.com>) a aussi servi à obtenir les renseignements nécessaires concernant les dirigeants sortants, ceux qui se sont maintenus et les rentabilités boursières de leur entreprise. Nous y avons notamment trouvé les circulaires d'information (*proxy statement*) et les formulaires « DEF 144 » de chaque entreprise sous la rubrique « *Company filing* » et la proportion des investisseurs institutionnels sous la rubrique « *Institutional holding* ».

4. Analyse des résultats

Dans cette section, nous présentons d'abord les statistiques descriptives des caractéristiques des dirigeants et des entreprises de l'échantillon. Les hypothèses sont vérifiées à l'aide d'analyses statistiques univariées et multivariées.

4.1. Statistiques descriptives

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives de l'échantillon. L'âge moyen des PDG des entreprises de notre échantillon est de 51 ans. En moyenne, ils sont en poste depuis un peu plus de 5 ans au moment de leur remplacement.

Le tableau 3 indique que les PDG qui quittent l'équipe dirigeante sont remplacés par une personne provenant de l'entreprise dans près de 70 % des cas, le PDG étant remplacé par le DO dans 40 % de ces cas, ce qui peut s'expliquer par la nécessité pour ces entreprises de maintenir le niveau de compétence technique.

Après le changement, l'ancien PDG reste dans l'entreprise dans plus de 60 % des cas, notamment comme membre ou président du conseil d'administration. Dans notre échantillon, nous n'observons que deux cas où l'ancien PDG occupe, après son départ, soit un autre poste de direction, soit celui de DF. Si le dirigeant demeure au sein de l'entreprise, ses fonctions se limitent à celles dévolues aux membres du conseil d'administration. Ce passage par le conseil d'admini-

nistration peut s'interpréter comme une phase transitoire durant laquelle l'ancien PDG aide le nouveau avant de quitter définitivement l'entreprise.

L'interprétation de ces statistiques descriptives est difficile. L'analyse multivariée qui suit tient compte de l'effet simultané des variables sur la décision de changement de direction.

Tableau 2 – *Statistiques descriptives de l'échantillon (N=100)*

	Moyenne	Minimum	Maximum	Médiane	Écart-type
Age (années)	51	34	71	49,5	8,7
Durée des fonctions (mois)	65	3	420	43	71
Capitalisation boursière (millions de dollars)	122	1	1 248	42	206,5
Proportion d'investisseurs institutionnels (%)	27	0	90,4	21	24,2

Tableau 3 – *Détails des changements de PDG (N=55)*

	Avant	Ancien DO	Ancien PCA	Autres
Provenance interne	38 (69,09 %)	15 (39,47 %)	6	17
Provenance externe	17 (30,9 %)			
Après		Reste PCA	Autres	
Départ définitif	21 (38,18 %)			
Maintien au sein de l'entreprise	34 (61,82 %)	20 (58,82 %)	14 (41,18 %)	

Tableau 4 – *Rentabilité boursière des entreprises de l'échantillon (N=100)*

Du	31.03.2000	1.01.2001	1.06.2001	1.12.2001	1.06.2002
Au 1er décembre 2002					
Moyenne	-0,8228	-0,607	-0,529	-0,383	-0,187
Minimum	-0,9917	-0,97	-0,954	-0,856	-0,811

5. Construction d'un modèle multivarié

Pour examiner dans quelle mesure certaines caractéristiques des dirigeants et des entreprises peuvent être associées à la probabilité de changement des PDG, une analyse de régression logistique a été utilisée, la variable à expliquer étant une variable binaire prenant la valeur 1 en cas de changement de PDG sur la période considérée et de 0 dans le cas inverse. Les résultats de cette analyse sont présentés au tableau 5. Ce type d'analyse a notamment été utilisé par Fizel et Louie (1990) pour étudier les changements de dirigeants et, plus récemment, par Séverin et Dhenin (2001) pour analyser les mesures utilisées par les entreprises qui connaissent une chute de leur performance boursière sur le marché français.

Les résultats obtenus à partir des modèles 1, 3 et 5 confirment une relation statistiquement significative, conforme au sens anticipé pour l'ancienneté au poste (hypothèse 1) et la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels (hypothèse 7). Quant à la taille (hypothèse 6), la relation est aussi significativement négative indiquant que plus la taille est grande, plus le PDG a de marge de manœuvre pour éviter l'éviction. Reprenons un à un les résultats concernant ces trois hypothèses.

Dans les modèles 2, 4 et 6, nous avons remplacé l'ancienneté par l'âge pour éviter les problèmes de corrélation entre ces deux variables. Ces trois modèles sont alors moins significatifs comme l'indique la statistique F de Fischer que les modèles 1, 3 et 5 qui incluent l'ancienneté. L'introduction de la variable liée à l'âge réduit également le coefficient de détermination du modèle. La variable âge n'ayant pas d'effet statistiquement significatif sur la probabilité de changement du PDG, la troisième hypothèse nulle n'est pas réfutée et il semble que cette décision ne soit pas motivée par l'approche de la retraite.

L'hypothèse 7 concernant l'importance des investisseurs institutionnels dans le capital de la société est réfutée, autrement dit, plus ils sont présents, plus la probabilité de changement du PDG est forte lorsque la performance boursière baisse. Ce résultat correspond à ce qui a été obtenu par Parrino et *al.* (2003). Ces derniers montrent que la présence d'investisseurs institutionnels est un moyen de pression efficace pour effectuer un changement à la direction de l'entreprise.

Le résultat concernant la taille correspond à ce qui a été mis en évidence par Paquerot (1996). Le dirigeant visant à s'enraciner passerait par trois phases. Durant la première phase de valorisation, il prendrait des mesures de gestion correspondant aux attentes des principaux partenaires de l'entreprise. Ensuite, le dirigeant tenterait de réduire les moyens de contrôle pour honorer des contrats implicites et ainsi consolider sa position. Enfin, il y aurait une phase de consommation où l'objectif du dirigeant serait de maintenir un niveau de performance suffisant pour continuer à profiter à titre personnel des avantages, pécuniaires ou non, liés à sa position au sein de l'entreprise.

Tableau 5 – Régressions logistiques de la probabilité de changement de dirigeant

Var. indépendantes (signe anticipé)	Estimation du paramètre	Écart-type	T si Ho : paramètre=0	Prob. > T
<i>Modèle 1 : durée d'occupation du poste, taille, % institutionnel, cumul [PDG/PCA]</i>				
(Constante)	1,226	0,252	4,868	0,000*
LnDUR (-)	-0,121	0,054	-2,226	0,028**
LnCAP (+/-)	-6,615E-02	0,033	-1,994	0,049**
%INST	3,862E-03	0,002	1,787	0,077***
CUMUL [PDG/PCA] (-)	-0,162	0,103	-1,576	0,118
F	3,207		R ²	0,116
Sig.	0,016**		R ² ajusté	0,080
<i>Modèle 2 : âge du dirigeant, taille, % institutionnel, cumul [PDG/PCA]</i>				
(Constante)	-3,145E-02	1,242	-0,025	0,980
LnCAP (+/-)	-5,916E-02	0,039	-1,522	0,132
%INST (+)	3,931E-03	0,002	1,682	0,096***
CUMUL [PDG/PCA] (-)	-0,233	0,114	-2,041	0,044**
LnAGE (+/-)	0,184	0,315	0,583	0,561
F	2,000		R ²	0,085
Sig.	0,102		R ² ajusté	0,043
<i>Modèle 3 : durée d'occupation du poste, taille, % institutionnel, cumul [PDG/PCA/FDT]</i>				
(Constante)	1,248	0,254	4,903	0,000*
LnCAP (+/-)	-6,940E-02	0,033	-2,093	0,039**
%INST (+)	4,094E-03	0,002	1,891	0,062***
CUMUL [PDG/PCA/FDT] (-)	0,173	0,116	1,494	0,138
LnDUR (-)	-0,147	0,057	-2,564	0,012**
F	3,138		R ²	0,114
Sig.	0,018**		R ² ajusté	0,077
<i>Modèle 4 : âge du dirigeant, taille, % institutionnel, cumul [PDG/PCA/FDT]</i>				
(Constante)	0,360	1,253	0,287	0,775
LnCAP (+/-)	-5,973E-02	0,040	-1,512	0,134
%INST (+)	4,114E-03	0,002	1,733	0,087***
CUMUL [PDG/PCA/FDT] (-)	0,140	0,118	1,190	0,237
LnAGE (+/-)	5,554E-02	0,317	0,175	0,861
F	1,283		R ²	0,056
Sig.	0,283		R ² ajusté	0,012
<i>Modèle 5 : durée d'occupation du poste, taille, % institutionnel, cumul</i>				
(Constante)	1,184	0,254	4,658	0,000*
LnCAP (+/-)	-6,922E-02	0,034	-2,059	0,042**
%INST (+)	3,944E-03	0,002	1,803	0,075***
LnDUR (-)	-0,123	0,061	-2,009	0,047**
CUMUL [sous toutes formes] (-)	1,481E-02	0,117	0,127	0,899
F	2,527		R ²	0,093
Sig.	0,045**		R ² ajusté	0,056
<i>Modèle 6 : âge du dirigeant, taille, % institutionnel, cumul</i>				
(Constante)	0,186	1,257	0,148	0,882
LnAGE (+/-)	0,136	0,320	0,424	0,672
LnCAP (+/-)	-6,366E-02	0,040	-1,610	0,111
%INST (+)	4,019E-03	0,002	1,690	0,095***
CUMUL [sous toutes formes] (-)	-0,122	0,115	-1,058	0,293
F	1,205		R ²	0,053
Sig.	0,315		R ² ajusté	0,009

LnDUR = la durée d'occupation du poste par le PDG ou le logarithme du nombre de mois entre sa nomination et son remplacement ; LnAGE = le logarithme de l'âge du PDG.

CUMUL [xxx] = variable binaire prenant la valeur de 1 si le PDG occupe également une ou plusieurs autres fonctions dans l'entreprise (PCA, DO, DF) ou s'il est fondateur (FDT), 0 dans le cas contraire. [sous toutes formes] intègre les cas où le PDG est aussi DF ou DO.

LnCAP = la taille mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise.

%INST = la proportion d'investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise.

* = 0,01 ; ** = 0,05 ; *** = 0,10.

Toutes les variables représentant le cumul de fonctions ou le statut de fondateur ne sont pas significatives sauf dans le modèle 2 où le cumul des postes de PDG et PCA est négativement et significativement (5 %) lié au changement de PDG ce qui tend à infirmer en partie la troisième hypothèse. Selon l'hypothèse classique, le cumul des fonctions de PDG et de PCA favoriserait le maintien du PDG en poste. Cependant, ce résultat partiel n'est plus significatif dans le modèle 1, lorsque l'ancienneté, la taille et l'importance des investisseurs institutionnels sont prises en compte.

Conclusion

Le remplacement du PDG constitue un événement important pour une société. Cette décision est l'une des prérogatives du conseil d'administration qui peut ainsi sanctionner le dirigeant qui chercherait à s'enraciner malgré une performance laissant à désirer. Shleifer et Vishny (1989) prétendent que les dirigeants d'entreprise peuvent s'enraciner en réalisant des investissements spécifiques, qu'ils s'agisse d'actifs physiques ou de capital humain, qui font en sorte qu'il devient coûteux pour les actionnaires de les remplacer malgré les mécanismes internes et externes de gouvernance. Ainsi, les dirigeants des firmes de la nouvelle économie seraient en mesure d'éviter d'être évincés notamment parce que leur performance est difficile à évaluer.

Cet article se fonde sur cette théorie de l'enracinement des dirigeants et sur un échantillon de sociétés de la nouvelle économie pour examiner s'il existe une relation entre certains facteurs caractérisant les dirigeants ou leur entreprise et la décision de les remplacer. Pour ce faire, nous avons retenu une période baissière du marché du NASDAQ, soit celle de mars 2000 à janvier 2003, d'où nous avons tiré un échantillon aléatoire de 100 entreprises ayant connu une chute de leur cours. Au-delà de la chute de performance et de la nature spécifique des actifs de ces firmes, la période et le marché choisis devaient *a priori* révéler plusieurs modifications au sein des équipes dirigeantes. En effet, la notion de gouvernance suppose que, si le processus est efficace, l'équipe dirigeante est remplacée lorsqu'elle ne crée plus de valeur pour les actionnaires.

L'étude a d'abord mis en évidence que la majorité des entreprises de l'échantillon, soit 55, ont remplacé leur PDG suite à une diminution des performances alors que 35 d'entre elles ont remplacé leur directeur financier. Il semble que ces changements reflètent une sanction du système de gouvernance. Par rapport à ce qu'avancent Shleifer et Vishny (1989), les baisses de performance semblent avoir été suffisantes pour convaincre les actionnaires de remplacer ces dirigeants malgré le fait que la valeur de leur entreprise dépende en grande partie de leur apport cognitif spécifique.

Les résultats des régressions logistiques indiquent que, conformément aux hypothèses, la durée des fonctions, la proportion d'investisseurs institutionnels et, dans une moindre mesure, la taille et le cumul des fonctions de président directeur général et de président du conseil sont liés à la décision de remplacement. En revanche, il apparaît qu'il n'y a pas de relation entre l'âge, le statut de fondateur, le cumul d'une fonction et d'un statut, comme ceux de PDG et de fondateur.

Cette étude souffre de certaines lacunes qui pourraient être corrigées lors de recherches futures. Notamment, nous avons choisi de considérer la performance individuelle des firmes et leurs mécanismes internes de gouvernance comme des variables exogènes pour concentrer notre analyse sur la relation présumée entre certaines caractéristiques d'enracinement des dirigeants et leur remplacement potentiel. Cette lacune est atténuée par le fait que l'échantillon est aléatoire, ce qui suppose que la condition « toutes choses égales par ailleurs » est satisfaite. Les études futures pourraient faire un relevé exhaustif des changements de PDG et intégrer ces variables en contrôlant notamment pour le niveau de rentabilité de chacune des firmes et pour d'autres aspects du système de gouvernance comme l'indépendance des administrateurs, la présence d'un comité d'audit, etc.

Bibliographie

Ang J., Lauterbach B. et Vu J. (2003), « Efficient Labor and Capital Markets : Evidence from CEO Appointments », *Financial Management*, Summer, p. 27-52.

- Baliga B.R., Moye R.C. et Rao R.S. (1996), « CEO Duality and Firm Performance : What's the Fuss ? », *Strategic Management Journal*, vol. 17, n° 1, p. 41-53.
- Boyd B.K. (1995), « CEO Duality and Firm Performance : A Contingency Model », *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 4, p. 301-312.
- Charreaux G. (1997), « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », in G. Charreaux, *Le Gouvernement des entreprises*, Économica, p. 17-54.
- Cosh A.D. et Hughes A. (1997), « Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholding », *International Journal of Industrial Organization*, n° 15, p. 469-492.
- Cui H. et Mak Y.T. (2002), « The Relationship Between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms », *Journal of Corporate Finance*, n° 8, p. 313-336.
- Denis D.J. et Denis D.K. (1995), « Performance Changes Following Top Management Dismissals », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 4, p. 1029-1057.
- Finkelstein S. et D'Aveni R. A. (1994), « CEO Duality as a Double-Edged Sword : How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1079-1108.
- Fizel J.L. et Louie K.K.T. (1990), « CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance », *Managerial and Decision Economics*, vol. 11, n° 3, p. 167-176.
- Fosberg R. et Nelson M. (1999), « Leadership Structure and Firm Performance », *International Review of Financial Analysis*, vol. 8, n° 1, p. 83-96.
- Friedman S.D. et Singh H. (1989), « CEO Succession and Stockholder Reaction : The Influence of Organizational Context and Event Content », *Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 4, p. 718-744.
- Goyal V.K. et Park C.W. (2002), « Board Leadership Structure and CEO Turnover », *Journal of Corporate Finance*, n° 8, p. 49-66.
- Jensen M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, n° 48, p. 831-880.

- Lausten M. (2002), « CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance : Empirical Evidence on Danish Firms », *International Journal of Industrial Organization*, vol. 20, p. 391-414.
- McConaughy D.L., Walker M., Henderson G. et Mishra C. (1998), « Founding Family Controlled Firms : Efficiency and Value », *Review of Financial Economics*, vol. 7, n° 1, p. 1-19.
- Palmon O. et Wald J. (2002), « Are Two Heads Better than One ? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size », *Journal of Corporate Finance*, n° 8, p. 213-226.
- Paquerot M. (1996), « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, n° 111, p. 212-225.
- Parrino R. (1997), « CEO Turnover and Outside Succession. A Cross-Sectional Analysis », *Journal of Financial Economics*, n° 46, p. 165-197.
- Parrino R., Sias R. et Starks L. (2003), « Voting With their Feet : Institutional Ownership Changes around Forced Turnover », *Journal of Financial Economics*.
- Séverin T. et Dhenin C.H.C. (2001), « Structure de capital et mesures de restructuration », *Actes du Congrès de l'Association Française de Finance*, Paris, décembre 2001, 21 pages.