

Analyse des liens entre les départs de dirigeants suite à une mauvaise performance et la création de valeur : une étude menée en France

Isabelle ALLEMAND*

Groupe ESC Dijon Bourgogne, CEREN
LEG-FARGO

Classification JEL : G300 – *Réception* : septembre 2008; *Acceptation* : mars 2009

Correspondance : isabelle.allemand@escdijon.eu

Résumé : L'objectif de l'article est de tester sur une période récente si les changements de dirigeants, suite à une mauvaise performance en France, ont permis aux firmes un retour à de meilleurs résultats. L'étude empirique, menée sur un échantillon de 160 sociétés cotées à Paris ayant changé de dirigeant entre 1996 et 2004, confirme un effet positif sur la création de valeur des départs de dirigeants dans ce contexte si le successeur est un externe, ou si la firme est contrôlée. La réflexion doit être prolongée pour mieux comprendre sous quelles conditions ces départs permettent un retour à de meilleurs résultats.

Mots clés : gouvernance des entreprises – départs des dirigeants – performance

Abstract : This article examines the value creation related to CEO departures in the context of poor performing French corporations. The empirical tests conducted on a sample of 160 firms listed on the Paris stock exchange whose CEOs were replaced between 1996 and 2004 give evidence of the positive effect of these departures on firm performance when the successor is an outsider or when firms are controlled. Additional factors should ultimately be analyzed to better understand in which cases CEO departures in the context of poor performance involve value creation.

Key words : corporate governance – CEO departures – performance.

* L'auteur remercie sincèrement les deux évaluateurs anonymes pour leurs remarques et leurs conseils, qui lui ont été précieux pour enrichir cet article.

Lorsque les fonctions de propriété et de direction sont séparées, les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants peuvent diverger. Selon la théorie de l'agence, plusieurs mécanismes sont susceptibles d'intervenir pour limiter la perte d'efficacité consécutive à ces conflits. Parmi eux figurent la rémunération des dirigeants et le risque de départ suite à une mauvaise performance, qui font l'objet d'un vaste courant de littérature. Plusieurs raisons incitent à s'intéresser aujourd'hui aux départs dans le contexte d'une mauvaise performance des dirigeants français. Tout d'abord, un déficit d'études, surtout récentes, est notable pour la France, les analyses empiriques concernant principalement les pays anglo-saxons. Ensuite, la situation aurait évolué : renforcement de l'attention portée à la gouvernance des entreprises, progression des changements de dirigeants depuis dix ans aux États-Unis comme en Europe (Péladeau et *al.*, 2005 ; Kaplan et Minton, 2006). L'objectif de cet article est de tester sur une période récente si les changements de dirigeants en France suite à une mauvaise performance ont permis aux firmes un retour à de meilleurs résultats.

La première section de l'article propose une synthèse des travaux menés sur le lien entre la performance et le départ du dirigeant. Elle s'intéresse également à l'influence de la structure de propriété, facteur de contingence fondamental en gouvernance, sur les départs des dirigeants suite à une mauvaise performance. La seconde section présente l'étude empirique menée sur un échantillon de 160 changements de dirigeants de sociétés cotées à Paris entre 1996 et 2004, afin de tester l'impact du mécanisme étudié sur la performance de la firme, en fonction de l'arrivée d'un dirigeant d'origine externe et de la structure de propriété.

1. Les départs de dirigeants dans le contexte d'une mauvaise performance : un mécanisme de gouvernance

La menace de départ suite à une mauvaise performance est présentée dans la théorie de l'agence comme un des principaux moyens de résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants. Par crainte d'être remplacé, le dirigeant serait incité à agir dans l'intérêt des actionnaires, à choisir et à mettre en œuvre les actions augmentant la richesse de ces derniers. Pour être efficace, la menace doit être réelle. Cela suppose que le départ se traduise par des coûts personnels pour le dirigeant, comme la perte de revenus, de capital spécifique à la firme, de prestige, d'autres

avantages non pécuniaires ou encore la difficulté à retrouver une fonction équivalente (Gilson, 1989 ; Fee et Hadlock, 2004) et que la probabilité d'être remplacé en cas de mauvaise performance soit suffisamment forte. Or Jensen et Murphy (1990) concluaient dans leur étude que cette probabilité était faible et que les pénalités encourues par le dirigeant étaient réduites, ceux-ci étant protégés par divers contrats, notamment des parachutes dorés. Ces derniers semblent constituer une barrière forte à l'exercice du mécanisme étudié. Bien que certains auteurs les considèrent comme une manière d'inciter les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires, en assurant la valeur de leur capital humain (Yermack, 2006), leurs effets négatifs sont difficiles à ignorer. Selon St-Onge et Magnan (2008, p. 27), le montant trop élevé atteint aujourd'hui par les parachutes dorés inciterait au contraire les dirigeants « à se faire remplacer et à quitter leur poste (...) sans égard aux intérêts des autres parties prenantes ».

La faible probabilité de départ suite à une mauvaise performance pose la question de l'influence du dirigeant sur la création de valeur. Il existe « peu de travaux empiriques sur la manière dont les dirigeants affectent la performance de leurs firmes, mais de nombreuses preuves que les compétences et les actions du dirigeant sont importantes pour la productivité de la firme » (Jensen et Murphy, 1990, p. 253). De multiples facteurs peuvent échapper au contrôle des dirigeants. Cependant, en gouvernance et en stratégie, un rôle central est accordé au dirigeant dans la firme (Hambrick et Mason, 1984 ; Bertrand et Schoar, 2003).

1.1. Le départ du dirigeant suite à une mauvaise performance

La littérature est abondante sur le lien entre une mauvaise performance et le départ du dirigeant. Cette relation fait globalement l'objet d'un consensus, mais son analyse, souvent associée à la notion de départ « forcé », est très variable selon les auteurs. Elle couvre en effet des motifs divers (tableau 1), ajoutant aux départs pour mauvaise performance les changements de dirigeants consécutifs à des divergences stratégiques avec le conseil d'administration, ou intégrant même les raisons non identifiées. Or, dans la théorie de l'agence, c'est la menace d'un départ en cas de mauvaise performance qui permettrait l'alignement des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. La notion de départ forcé utilisée par plusieurs études prête à confusion, le caractère volontaire ou non du départ d'un dirigeant étant difficilement mesurable. Elle est d'autant plus délicate à justifier qu'un dirigeant peut quitter

volontairement l'entreprise en difficulté, par exemple pour éviter des poursuites judiciaires (Denis et Denis, 1995).

D'autres limites peuvent être soulevées. Les motifs de départ sont recensés par voie de presse, mais la sous performance est rarement vérifiée par d'autres sources. Les mesures de performance, variant d'une étude à l'autre, rendent difficiles les rapprochements. Enfin, la population analysée n'est pas toujours la même : elle se limite parfois aux dirigeants exécutifs, mais souvent elle incorpore également les présidents du conseil d'administration, voire les vice-présidents. Or, lorsque le dirigeant ne cumule pas les fonctions, il nous semble qu'une mauvaise performance est plus logiquement attribuable au numéro un exécutif qu'au président de l'organe de contrôle.

Tableau 1 – *Synthèse des études empiriques portant sur les départs forcés des dirigeants*

- Motifs de départs étudiés : (a) tous changements, (b) mauvaise performance, (c) divergences, (d) départ sans raison non annoncé, (e) tout autre départ que retraite, décès, maladie.

- Mesures de performance : (&) étude d'évènement, (&&) rentabilité boursière, (&&&) rentabilité économique, (β) autres mesures comptables.

- Résultats : (i) Le taux de rotation des dirigeants est lié à la performance (ii) le taux de départs forcés est lié à la performance (iii) la firme enregistre une variation positive de la performance suite à un départ forcé (iv) la firme enregistre une variation négative de la performance suite à un départ forcé.

(*) : Étude portant uniquement sur les dirigeants exécutifs (CEO).

Étude	Échantillon utilisé pour les tests	Motifs de départs	Mesure de performance	Résultats
Furtado et Rozeff, 1987	323 changements de dirigeants de firmes cotées au NYSE ou AMEX 1975-1982	(a) (b)	(&&)	(iii) si successeur externe
Warner, Watts et Wruck, 1988	269 firmes cotées au NYSE ou AMEX 1963-1978	(b) (c) (d)	(&&) sur 1 an ajustées au marché (&)	(ii) (iv)

Étude	Échantillon utilisé pour les tests	Motifs de départs	Mesure de performance	Résultats
Weisbach, 1988	367 sociétés du NYSE 1977-1980	(a)	(&&) ajustées au marché (β)	(i)
Gilson, 1989	381 firmes cotées NYSE ou AMEX (plus fortes chutes du cours boursier) 1979-1984	(b) (d)	(&&) cumulée depuis 3 ans Situation financière défailante	(ii)
Jensen et Murphy, 1990 (*)	1688 dirigeants de Forbes 1974-1986	(a)	(&&) 2 ans ajustées au NYSE	(i)
Murphy et Zimmerman, 1993	1063 dirigeants de Forbes (599 sociétés) 1971-1989	(a)	(β) (&&) ajustées au marché	(i)
Pigé, 1993	558 sociétés françaises cotées 1966 – 1990	(b)	(&&) un an, ajustées au marché (β)	(ii)
Denis et Denis, 1995	908 changements firmes américaines du <i>Value Line Investment Survey</i> 1985- 1988	(b) (c) Plusieurs notions de départs testées	(&&) (&&&) sur 7 ans, 3 avant et 3 après le changement	(ii) (iii) sauf si motifs seulement (b)
Dherment-Férère, 1996 (*)	329 changements sociétés cotées françaises 1988-1992	(b) (c)	(&) (&&&)	(iii)
Parrino, 1997	977 départs de dirigeants de Forbes, de 626 firmes 1971-1989	(b) (c) (d)	(&&&) (&&) ajustées au secteur	(ii)
Dherment-Férère et Renneboog,	277 changements de dirigeants dans 207	(b) (c)	(&) (&&&)	(iii), si arrivée d'un externe

2000 (*)	firmes françaises cotées 1988-1992			
Huson, Parrino et Starks, 2001	1316 dirigeants de Forbes 1971-1994	(b) (c) (d)	(&&&) (&&) ajustées au secteur	(ii) stable sur la période
Conyon et Florou, 2002	292 firmes anglaises cotées 1990-1998	(b) (c) (d)	(&&) sur un an (&&&)	(ii)
Étude	Échantillon utilisé pour les tests	Motifs de départs	Mesure de performance	Résultats
Renneboog et Trojanowki, 2003	250 sociétés cotées à Londres 1988-1993	(e)	(&) (&&&)	(ii)
Farrell et Whidbee, 2003 (*)	363 dirigeants de Forbes de 526 firmes 1986-1997	(e)	Prévisions analystes à 1 et 5 ans (&&&) ajustées au secteur	(ii)
Fee et Hadlock, 2004	443 firmes S&P 500 1993-1998	(b) (c)	(&&) 1 et 5 ans ajustées au secteur	(ii)
Huson, Malatesta et Parrino, 2004 (*)	1344 changements de dirigeants de Forbes 1971 -1994	(b) (c) (d)	(&&&) ajustées au secteur (&)	(ii) (iii) si arrivée d'un externe
Helfat et Bailey, 2005 (*)	36 nominations de dirigeants externes de Forbes 1978-1987	(b) (c)	Variation (&&&) (-2,+3 ans)	(iii) si succession externe
Kaplan et Minton, 2006 (*)	Firmes de Fortune 500 1992-2005	(b) (c) (d)	(&&) 1 an ajustée au secteur Var (&&&)	(ii)

Au-delà des limites évoquées, plusieurs enseignements émergent de ces travaux. Les départs de dirigeants ne seraient observés que dans les cas les plus catastrophiques. Coûteux pour la firme, ils ne seraient décidés que lorsque les conflits d'agence deviendraient trop importants. L'asymétrie d'information et la difficulté de déterminer la part de responsabilité du dirigeant dans la création de valeur expliqueraient que les firmes ne décident de changer de dirigeant qu'après plusieurs années de sous performance (Warner *et al.*, 1988 ; Parrino, 1997). Les départs dans le contexte d'une mauvaise performance semblent cependant être en augmentation, sans doute sous la pression des investisseurs et de l'opinion publique, conjointement à un renforcement du cadre réglementaire. D'après les travaux de Péladeau *et al.* (2005) du cabinet Booz Allen Hamilton, portant sur les changements de dirigeants des 2500 principales capitalisations boursières mondiales, la hausse du taux de rotation des dirigeants depuis dix ans s'expliquerait principalement par la forte croissance des remplacements de dirigeants suite à des résultats insuffisants ou à des fusions, qui ont été multipliés par quatre sur la période. Les départs en retraite ne seraient plus l'origine principale des changements de dirigeants, ce motif représentant 40 % des rotations en 2005 contre 66 % en 1995. Mais, si les départs pour mauvaise performance augmentent, la corrélation entre les deux ne semble pas évoluer (Huson *et al.*, 2001 ; Conyon et Florou, 2002).

1.2. Amélioration des résultats suite à un départ dans le contexte d'une mauvaise performance

Le mécanisme de gouvernance que nous étudions est efficient si un départ suite à une mauvaise performance engendre pour la firme un retour à de meilleurs résultats. Les départs dans ce contexte répondraient à un besoin fort de changement dans l'organisation, de cassure avec la situation existante (Friedman et Saul, 1991). Le successeur serait d'autant plus incité à être performant qu'il sait qu'il peut être à son tour remplacé. Les salariés seraient également plus enclins à coopérer et à modifier leurs habitudes de travail, favorisant ainsi la réussite de la stratégie du nouveau dirigeant (Helfat et Bailey, 2005).

Cette relation n'est pas toujours vérifiée. Certaines études d'évènement n'obtiennent pas de résultats significatifs, probablement car elles recouvrent deux phénomènes opposés : une réaction négative du marché surpris par l'annonce de mauvaises performances et une positive saluant le changement de dirigeant (Warner *et al.*, 1988 ; Denis et Denis,

1995 ; Huson et *al.*, 2004). Les conclusions des études ne convergent pas : dans les travaux de Warner et *al.* (1988), analysant les départs pour mauvaise performance, dus à des divergences ou sans motif, une rentabilité anormale négative de -4,30 % cumulée du cinquième au trentième jour suivant le départ est observée, alors qu'une amélioration de la performance est vérifiée par Huson et *al.* (2004) avec des mesures comptables, mais pas avec des mesures boursières. Dans l'étude de Denis et Denis (1995), l'effet positif n'est pas confirmé dans un contexte de mauvaise performance, mais est validé en y ajoutant les départs pour divergences. Dans l'analyse du même type de départs pour la France de Dherment-Férère et Renneboog (2000), une rentabilité anormale positive mais faible (+ 0,5 %) sur une fenêtre de vingt jours suite au changement est observée. Mais leur étude porte sur la période de 1988 à 1992. L'efficacité de ce mécanisme a peut-être évolué en France, dans un contexte mondial de multiplication des départs des dirigeants.

1.3. Le retour à de meilleurs résultats dépend de l'arrivée d'un successeur externe

Si le retour à de meilleurs résultats suite au départ du dirigeant dans le contexte d'une mauvaise performance n'est pas toujours confirmé, il est par contre validé dans plusieurs travaux lorsqu'il est conjoint à l'arrivée d'un dirigeant externe (Furtado et Rozeff, 1987 ; Huson et *al.*, 2004 ; Helfat et Bailey, 2005, et pour la France : Dherment-Férère, 1996 ; Dherment-Férère et Renneboog, 2000). L'arrivée d'un dirigeant externe apporterait de nouvelles perspectives de développement pour lesquelles la firme n'a pas de capital spécifique, dont l'effet serait plus marqué si la firme enregistre de mauvaises performances (Warner et *al.*, 1988). Le choix se porterait vers un externe quand la firme est sous-performante et que des réorientations stratégiques sont nécessaires car « *l'expérience et le passé des successeurs externes les prédisposent à faire des changements s'apparentant à des bouleversements* » (Helfat et Bailey, 2005, p. 51). Le départ du dirigeant dans le contexte d'une mauvaise performance donne le signal d'un besoin de changement fort, corroboré par le choix d'un successeur externe.

1.4. L'effet de ces départs sur la performance varie avec la structure de propriété

La discipline des dirigeants dépend du degré de séparation entre la propriété et la direction dans la firme (Berle et Means, 1932). Dans les firmes familiales¹, structure dominante en Europe de l'ouest, notamment en France, le dirigeant conserverait sa position plus longtemps que dans les autres entreprises (Parrino, 1997), le taux de rotation serait moins élevé (Denis et *al.*, 1997), les départs pour mauvaise performance ou divergences moins fréquents (Dherment-Férère et Renneboog pour la France, 2000). La confusion entre l'actionnaire et le dirigeant compromettrait l'efficacité des mécanismes externes de gouvernance (Schulze et *al.*, 2001). Au contraire, le taux de rotation des dirigeants serait plus élevé en présence d'un bloc d'actionnaires externes (Denis et *al.*, 1997), de même que la probabilité d'un départ pour mauvaise performance (Renneboog et Trojanowski, 2003, pour l'Angleterre). Pour la France, cette probabilité serait plus forte dans les firmes contrôlées (Pigé, 1993), mais seulement pour les blocs d'actionariat industriels chez Dherment-Férère et Renneboog (2000). Les blocs d'actionnaires externes auraient « *à la fois un intérêt global dans la maximisation du profit et suffisamment de pouvoir sur les actifs de la firme pour voir leurs intérêts respectés* » (Shleifer et Vishny, 1997, p. 754). Le rôle des départs de dirigeants suite à une mauvaise performance reste à confirmer pour les firmes managériales. Il serait prépondérant pour Fama (1980), qui considère le marché des dirigeants comme mécanisme disciplinaire principal dans ces structures. Pour Renneboog et Trojanowski (2003), la décision de changement de dirigeant interviendrait au contraire tardivement en présence d'actionariat diffus et, selon Pigé (1993), les dirigeants des firmes managériales connaîtraient une plus grande stabilité.

2. Les départs de dirigeants suite à une mauvaise performance en France

¹ La typologie la plus fréquemment utilisée repose sur la distinction entre les firmes managériales (aucun actionnaire ne détient 10% du capital), les firmes contrôlées (un actionnaire non familial détient au moins 10% du capital) et les firmes familiales (ce seuil est atteint par des personnes physiques).

L'influence positive sur la création de valeur des départs de dirigeants dans le contexte d'une mauvaise performance ne fait pas l'objet d'un consensus. Afin de mieux appréhender cette relation, nous proposons d'étudier un modèle prenant en compte le type de succession et la structure de propriété :

Variation de performance de la firme suite au changement de dirigeant = f (départ du prédécesseur dans le contexte d'une mauvaise performance, arrivée d'un dirigeant externe, structure de propriété).

S'agissant de vérifier l'effet sur la création de valeur des départs de dirigeants suite à une mauvaise performance, ainsi que l'impact sur cette relation du choix du successeur et de la structure de propriété, trois hypothèses ont été testées :

H_{1a}: Le départ du dirigeant dans le contexte d'une mauvaise performance a un effet positif sur la création de valeur de la firme.

H_{1b}: L'effet positif sur la création de valeur d'un départ du dirigeant suite à une mauvaise performance est significatif si le successeur est un externe.

H₂: L'effet positif sur la création de valeur d'un départ du dirigeant suite à une mauvaise performance est significatif dans les sociétés contrôlées mais ne l'est pas dans les firmes familiales et les firmes managériales.

2.1. Échantillon, mesure des variables et collecte des données

L'analyse empirique porte sur 160 changements de dirigeants de sociétés cotées à Paris entre 1996 et 2004. 305 renouvellements de dirigeants exécutifs² ont été identifiés sur la période pour les 637 sociétés prises en compte. Mais la mesure de performance retenue utilisant des données boursières et étant calculée en moyenne deux ans avant et après le changement de dirigeant, 101 firmes qui n'étaient pas cotées sur toute la période de calcul ont été retirées de l'échantillon, ainsi que 44 changements pour lesquels nous n'avions pas assez d'informations.

Les biographies proposées par *TopManagement*, le *Who's Who* et le *Guide des États Majors* ont permis de définir l'origine du dirigeant, considéré dans l'étude comme un externe s'il était depuis moins d'un an dans la firme au moment de sa nomination. L'information sur la structure de propriété est issue de recherches historiques sur Dafsaliens.

Les motifs de départ des dirigeants de l'échantillon ont été recherchés dans la presse, à partir de *LexisNexis*. Le contexte de mauvaise performance indiqué par les journaux a été contrôlé en vérifiant l'existence de pertes (dans le rapport annuel de la société) ou d'une chute du cours de l'action supérieure à celle du CAC40 l'année précédant le changement. Malgré ces vérifications, il est difficile d'être certain du motif du départ du dirigeant. La variable explicative DEPTMAUVPERF est binaire, elle prend la valeur 1 si le dirigeant est parti dans un contexte de mauvaise performance, la valeur 0 dans les autres cas.

La méthode utilisée pour mesurer l'impact sur la création de valeur d'un départ de dirigeant suite à une mauvaise performance est la régression linéaire. La mesure de performance retenue est celle proposée par Fernandez et Villanueva (2005), car elle prend en compte le coût du capital nécessaire à la réalisation de la performance, comme l'*economic value added*, tout en évitant les incertitudes de la mesure comptable du résultat, la valeur créée étant déterminée à partir de la variation de la valeur de marché des fonds propres pendant l'année. Il s'agit d'une mesure externe tenant compte des anticipations des investisseurs financiers, notamment quant à la valeur des opportunités de croissance. N'étant l'année du changement de dirigeant, la variation de performance est calculée en moyenne entre (n+1, n+2) et (n-1, n-2). La création de valeur pour l'actionnaire est définie par :

$$CSV_n = SVA_n - (EMV_{n-1} * K_e)$$

EMV est la capitalisation boursière de la société à la date d'arrêté du bilan et SVA est la valeur actionnariale ajoutée (différence de richesse des actionnaires entre n et n-1).

$$SVA_{n+1} = EMV_{n+1} - EMV_n + \text{dividendes de n (versés en n+1)} - |\Delta \text{ capital social et primes d'émission entre n et n+1}|.$$

² Directeurs généraux, présidents du directoire, gérants.

Les données comptables sont issues d'Osiris. Les capitalisations boursières ont été vérifiées avec les cours historiques ajustés fournis sur fr.finance.yahoo.com. K_e , rentabilité requise des capitaux propres, est calculée à partir du MEDAF en ajoutant au taux de rentabilité des obligations d'État, exprimant le taux de l'actif sans risque, la prime de risque systématique de la firme. La prime de risque anticipée du marché est estimée par la prime de risque historique pour la France calculée sur 104 ans par Dimson et *al.* (2005), soit 3,7 %. Les β sont calculés grâce aux cours historiques ajustés obtenus sur fr.finance.yahoo.com et sur Fininfo. Le taux de marché R_m retenu est celui du CAC 40, seul indice existant sur toute la période étudiée. Afin d'éliminer l'effet taille, la valeur de la firme au début de chaque période considérée est prise en compte dans le calcul de création de valeur.

$$\text{VARPERF} = [(\text{CSV}_{n+2} + \text{CSV}_{n+1})/2] / \text{EMV}_n \\ - [(\text{CSV}_{n-2} + \text{CSV}_{n-1})/2] / \text{EMV}_{n-3}$$

Pour étudier l'impact de la structure de propriété, nous avons repris la typologie distinguant trois types de firmes : managériales, contrôlées, familiales³. L'opérationnalisation est faite par deux variables muettes, STRUCTMANAG et STRUCTFAM, la troisième structure (la forme contrôlée) correspondant à la situation où les deux variables muettes prennent la valeur zéro.

La variation du produit intérieur brut de la France entre les deux années consécutives et les deux années antérieures au changement de dirigeant (VARPIB) est introduite dans la régression comme variable de contrôle pour tenir compte de l'influence du contexte économique.

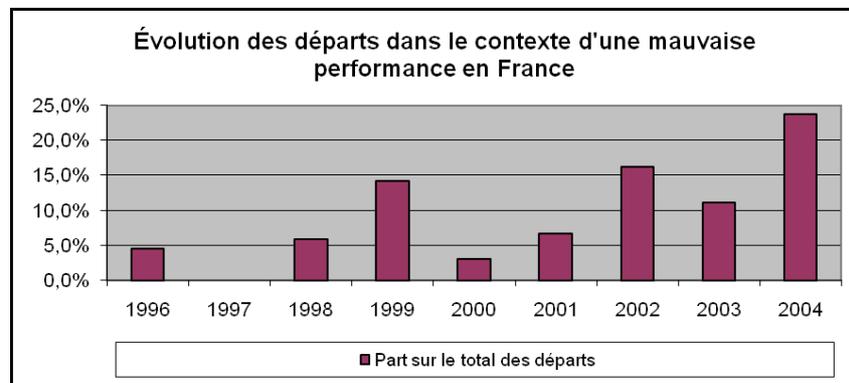
2.2. Les départs suite à une mauvaise performance sont en progression en France

En moyenne, les départs de dirigeants dans le contexte d'une mauvaise performance représentent 9,5 % des changements identifiés sur la période. Comme le montre la figure 1, la situation a fortement évolué à

³ Cette typologie déjà évoquée distingue les firmes managériales (aucun actionnaire ne détient 10% du capital), des firmes contrôlées (un actionnaire non familial détient au moins 10% du capital) et des firmes familiales (ce seuil est atteint par des personnes physiques).

partir de 2001, les trois dernières années étudiées enregistrant un taux moyen de 17 %, contre 5,7 % entre 1996 et 2001. En 2004, plus d'un changement de dirigeant sur cinq s'est effectué dans le contexte d'une mauvaise performance. Le taux de rotation des dirigeants, dans l'échantillon, ayant globalement progressé sur la période, passant de 5,4 % en 1996 à 7 % en 2004, il y a bien eu augmentation du nombre de départs suite à une mauvaise performance en France.

Figure 1 – *Les départs dans le contexte d'une mauvaise performance en France entre 1996 et 2004*



D'après l'étude de Péladeau et *al.* (2005), les départs suite à une mauvaise performance ou des désaccords avec le conseil d'administration seraient en hausse au niveau mondial et particulièrement en Europe, représentant 42 % des changements en 2004, contre 31 % aux États-Unis et 22 % au Japon. La croissance économique plus faible en Europe, des structures de gouvernance plus réactives et le rajeunissement des dirigeants, qui, de ce fait, bénéficient de moins de soutien, pourraient expliquer le phénomène. Les départs de dirigeants dans un contexte de mauvaise performance restent cependant marginaux dans nos travaux puisqu'ils ne concernent en 2004 que 1,6 % des 637 firmes prises en compte initialement.

Le recours plus important à un dirigeant d'origine externe suite à un départ dans le contexte d'une mauvaise performance, souvent évoqué dans la littérature, se vérifie dans notre échantillon sur la période 1996 à 2004 : 67 % de ces départs sont suivis du recrutement d'un candidat externe, 23 % de celui d'un interne, 10 % par l'arrivée du repreneur à la tête de l'entreprise. Le choix d'un candidat externe est plus marqué dans

notre étude que dans celles de Denis et Denis (1995) et de Parrino (1997), qui pourtant englobaient plusieurs motifs de départs. Il semblerait donc que les départs dans le contexte d'une mauvaise performance soient davantage suivis du recrutement d'un externe que les départs pour divergences ou motif non identifié.

2.3. Influence sur la création de valeur des départs de dirigeants suite à une mauvaise performance

Les tests portent sur 160 changements de dirigeants entre 1996 et 2004. 13,8 % d'entre eux se sont effectués dans le contexte d'une mauvaise performance. Les caractéristiques des firmes de l'échantillon figurent en annexe 1.

Tableau 2 – *Relation entre les départs de dirigeants dans le contexte d'une mauvaise performance et la création de valeur*

Régression	Variables explicatives	Coeff β	écart-type	t	Sign.	VIF	
Effet sur la création de valeur des départs suite à une mauvaise performance	DEPT MAUVPERF	0,253***	0,091	2,791	0,006	1,009	Obs : 160 R ² aj. : 6,1 % F : 6,142 Sign. : 0,003
	VARPIB	0,059*	0,032	1,852	0,066	1,009	
	Constante	0,041	0,052	0,786	0,433	1,009	
Si le successeur est un interne	DEPT MAUVPERF	0,032	0,160	0,197	0,844	1,009	Obs : 90 R ² aj. : 2,7 % F : 2,218 Sign. : 0,115
	VARPIB	0,086**	0,041	2,106	0,038	1,009	
	Constante	-0,005	0,067	- 0,081	0,935		
Si le successeur est un externe	DEPT MAUVPERF	0,392***	0,130	3,016	0,004	1,042	Obs : 58 R ² aj. : 12,2 % F : 4,959
	VARPIB	0,016	0,059	0,281	0,780	1,042	
	Constante	0,094	0,091	1,029	0,308		

							Sign. : 0,010
Si la firme est contrô- lée	DEPT MAUVERF	0,302**	0,135	2,234	0,028	1,020	Obs : 87
	VARPIB	0,061	0,040	1,527	0,131	1,020	R ² aj. : 7 %
	Constante	-0,029	0,066	- 0,434	0,666		F : 4,221 Sign. : 0,018
Si la firme est familiale	DEPT MAUVERF	0,206	0,144	1,428	0,159	1,010	Obs : 59
	VARPIB	0,050	0,064	0,780	0,439	1,010	R ² aj. : 1,5 %
	Constante	0,141	0,095	1,490	0,142		F : 1,446 Sign. : 0,244
Si la firme est managé- riale	DEPT MAUVERF	0,043	0,225	0,190	0,853	1,007	Obs : 14
	VARPIB	0,102	0,079	1,292	0,223	1,007	R ² aj. : -2,6 %
	Constante	0,049	0,113	0,326	0,751		F : 0,838 Sign. : 0,458

Les résultats significatifs sont signalés par : *** à 1 %, ** à 5 %, et * à 10 %.

DEPTMAUVERF : départ du dirigeant dans le contexte d'une mauvaise performance.

VARPIB : variation du produit intérieur brut entre les deux années suivant et les deux années précédant le changement de dirigeant.

Les tests confirment que ces départs contribuent à expliquer positivement la variation de performance de la firme, la variable est significative au seuil de 1 % (tableau 2). L'hypothèse H_{1a} est validée. Ce résultat permet de valider pour la France, sur une période récente, une relation qui n'est pas toujours confirmée, ou avec une significativité plus faible, pour d'autres pays industrialisés. Ce mécanisme de gouvernance n'explique cependant qu'une petite partie de la performance, d'autres facteurs, nombreux, ayant une influence sur la création de valeur.

2.4. Le retour à de meilleurs résultats est lié à l'arrivée d'un successeur externe

Pour analyser l'incidence d'une succession externe, l'échantillon a été scindé en deux sous-échantillons, en fonction de l'origine du nouveau dirigeant. Lorsque celui-ci est un interne, la relation entre le départ du dirigeant dans un contexte de mauvaise performance et la création de valeur dans de la firme n'est plus significative. Au contraire, lorsqu'il s'agit d'un externe, le lien est confirmé positivement (tableau 2). L'hypothèse H_{1b} est validée. Le départ du dirigeant suite à une mauvaise performance a une incidence positive et significative sur la création de valeur lorsqu'il est conjoint au recrutement d'un candidat externe. Ce phénomène, validé dans d'autres études, est confirmé pour la France sur une période récente. Dans le cas spécifique d'un départ dans le contexte d'une mauvaise performance, l'arrivée d'un successeur externe apparaît plus efficiente, alors que la littérature tend à conclure que, toutes situations confondues, les dirigeants les plus performants seraient d'origine interne (Collins, 2006).

2.5. L'effet positif des départs suite à une mauvaise performance varie avec la structure de propriété

La structure de propriété étant significative lorsqu'elle est ajoutée dans la régression aux variables expliquant la performance (annexe 2), des tests ont été effectués sur trois sous-échantillons : les firmes managériales, les firmes contrôlées et les firmes familiales (tableau 2). L'effet positif sur la création de valeur des départs de dirigeants dans le contexte d'une mauvaise performance est significatif au seuil de 5 % dans les firmes contrôlées. Pour les firmes familiales, la qualité de la relation au niveau global n'est pas satisfaisante (F de Fisher-Snedecor de 1,446). Elle ne l'est pas non plus pour les firmes managériales, mais le nombre très faible de ces entreprises dans l'échantillon peut en être l'explication. L'hypothèse H_2 est validée, confirmant pour la France les résultats plus anciens de Pigé (1993), ou pour les pays anglo-saxons de Denis et *al.* (1997). Dans les structures contrôlées, la décision de changer le dirigeant est probablement plus efficiente parce que l'actionnaire principal dispose d'une meilleure information et d'un pouvoir de menace supérieur. Dans les firmes familiales, l'incidence sur la création de valeur d'un départ du dirigeant suite à une mauvaise performance, qui

aurait pu également être observée compte tenu de la faible asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires, n'est pas confirmée, sans doute car les liens personnels existant entre eux rendent ces départs plus rares.

2.6. Limites de la recherche

Le mérite de cette étude est de limiter le périmètre de la recherche aux départs dans le contexte d'une mauvaise performance et de souligner que le caractère disciplinaire de ces départs n'est pas mesurable, la raison véritable du changement ne pouvant être connue. Mais elle comporte aussi des limites, et l'interprétation des résultats doit être faite avec précaution. Premièrement, la création de valeur est étudiée sur une période de deux ans avant et après le changement de dirigeant. L'effet d'un départ suite à une mauvaise performance peut se ressentir au-delà de cet intervalle de temps, positivement ou négativement. De même, il n'est pas certain que les deux années de sous-performance précédant le changement de dirigeant soient la cause des départs recensés. Deuxièmement, l'amélioration de la performance de la firme suite au départ du dirigeant dans un contexte de mauvaise performance est attribuée au successeur, mais la reprise aurait peut-être été enregistrée sans changement de dirigeant. Troisièmement, la mesure de notre variable expliquée est liée au marché boursier. Comme le soulignent St-Onge et Magnan (2008), la performance boursière d'une firme peut s'expliquer par de nombreux facteurs qui ne sont pas sous le contrôle du dirigeant. D'autres mesures de performance ou d'autres notions de performance (partenariale, globale) n'auraient peut-être pas conduit aux mêmes conclusions. Enfin, la généralisation des résultats demande des précautions. L'effet du dirigeant sur la performance de la firme est très difficile à vérifier et nécessite d'autres prolongements. Dans un contexte généralisé de mauvaise performance, il n'est pas certain que la relation étudiée soit encore validée. Elle pourrait être remise en cause avec la crise financière actuelle, la chute des cours boursiers semblant difficilement attribuable aux dirigeants.

Conclusion

L'apport principal de cet article, outre suggérer une réflexion sur les fondements de la notion de départs forcés habituellement utilisée, est de

confirmer pour la France, sur la période 1996 à 2004, un retour à de meilleurs résultats des firmes après le départ du dirigeant dans le contexte d'une mauvaise performance, sous certaines conditions. La validation de cette relation dépend conjointement d'autres facteurs : que le successeur soit un externe ou qu'il s'agisse d'une firme contrôlée. Mais d'autres situations seraient également à analyser pour mieux comprendre l'influence sur la création de valeur des départs des dirigeants suite à une mauvaise performance.

En effet, si nous confirmons pour la France, dans certains cas, les conséquences positives de la décision du conseil d'administration de changer le dirigeant lorsque la firme est sous-performante, notre étude ne constitue qu'une première avancée sur un sujet peu traité. D'autres vérifications sont nécessaires avant de pouvoir effectuer des préconisations, notamment réaliser des tests avec d'autres mesures de performance et élargir la période étudiée pour englober la situation particulière de crise connue actuellement. Le modèle proposé a besoin de nouveaux enrichissements pour mieux appréhender le phénomène. La prise en compte de l'influence de facteurs hors du contrôle des dirigeants (données macroéconomiques), de celle d'autres mécanismes de gouvernance (rôle du conseil d'administration, des systèmes de rémunération), pourrait peut-être permettre de mieux comprendre dans quels cas le départ du dirigeant permet effectivement un retour à de meilleurs résultats et dans quelles situations il n'est pas justifié.

Bibliographie

- Berle A.A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan.
- Bertrand M. et Schoar A. (2003), « Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 4, p. 1169-1208.
- Collins J. (2006), *De la performance à l'excellence : Devenir une entreprise leader*, Pearson Education France.
- Conyon M.J. et Florou A. (2002), « Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance », *Accounting & Business Research*, vol. 32, n° 4, p. 209-225.

- Denis D.J. et Denis D.K. (1995), « Performance Changes Following Top Management Dismissals », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 4, p.1029-1057.
- Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1997), « Ownership Structure and Top Executive Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n° 2, p. 193-221.
- Dherment-Ferère I. (1996), « Changements de dirigeants et richesse des actionnaires », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université d'Aix-Marseille 3, décembre.
- Dherment-Ferère I. et Renneboog L. (2000), « Share Price Reactions to CEO Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies », Working Paper n° 70, Tilburg University, Center for Economic Research, août.
- Dimson, Marsh, Staunton (2005), « Global Investment Returns Yearbook 2005, ABN-AMRO-LBS », in le Vernimmen, 2005, p. 447.
- Fama E. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- Farrell K.A. et Whidbee D.A. (2003), « Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, n° 1-3, p. 165-196.
- Fee C.E. et Hadlock C.J. (2004), « Management Turnover Across the Corporate Hierarchy », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 37, n° 1, p. 3-39.
- Fernandez P. et Villanueva A. (2005), « Eurostoxx 50: 1997 – 2004. Shareholder Value Creation in Europe », IESE Business School, University of Navarra, Working Paper n° 583, février.
- Friedman S.D. et Saul K. (1991), « A Leader's Wake: Organization Members' Reaction to CEO Succession », *Journal of Management*, vol. 17, n° 3, p. 619-642.
- Furtado E.P. et Rozeff M.S. (1987), « The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 18, n° 1, p. 147-160.
- Gilson S.C. (1989), « Management Turnover and Financial Distress », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, p. 241-262.
- Hambrick D.C. et Mason P.A. (1984), « Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers », *Academy of Management Review*, vol. 9, n° 2, p. 193-206
- Helfat C.E. et Bailey E.E. (2005), « External Succession and Disruptive Change: Heirs-apparent, Forced Turnover and Firm Performance », *Strategic Organization*, vol. 3, n° 1, p. 47-83.

- Huson M.R., Malatesta P.H. et Parrino R. (2004), « Managerial Succession and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 74, n° 2, p. 237-275.
- Huson M.R., Parrino R. et Starks L.T. (2001), « Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 2265-2297.
- Jensen M.C. et Murphy K.J. (1990), « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, p. 225-264.
- Kaplan S.N. et Minton B. (2006), « How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs », National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers : 12465, juillet.
- Murphy K.J. et Zimmerman J.L. (1993), « Financial Performance Surrounding CEO Turnover », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, p. 273-315.
- Parrino R. (1997), « CEO Turnover and Outside Succession : A Cross-Sectional Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 46, n° 2, p. 165-197.
- Péladeau P., Romac B. et Favennec P. (2005), « La valse des patrons 2005 : le sommet de la vague », enquête annuelle du cabinet Booz Allen Hamilton.
- Pigé B. (1993), « Motivations des dirigeants d'entreprises et performance de l'entreprise », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne, juin.
- Renneboog L. et Trojanowski G. (2003), « The Managerial Labor Market and the Governance Role of Shareholder Control Structures in the UK », Tilburg University, Center for Economic Research, working paper n° 16/2003.
- St-Onge S. et Magnan M. (2008), « La rémunération des dirigeants : Mythes et recommandations », *Gestion*, vol. 33, n° 3, p. 25-40.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. et Buchholtz A.K. (2001), « Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence », *Organization Science*, vol. 12, n° 2, p. 99-116.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 738-774.

Warner J.B., Watts R.L. et Wruck K.H. (1988), « Stock Prices and Top Management Changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, p. 461-492.

Weisbach M.S. (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1/2, p. 431-460.

Yermack D. (2006), « Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed CEOs », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, n° 3, p. 237-256.

Annexe 1 – Caractéristiques des firmes de l'échantillon

(en 2005)	Chiffre d'affaires (millions €)	Effectif	Nb de filiales
Moyenne	4 393	17 575	122
Médiane	734	3 244	26
< 100	21 %	11,5 %	77,6 %
100 à 499	19,8 %	14 %	19,1 %
500 à 999	18,4 %	7,6 %	1,3 %
1000 à 4999	23 %	24,9 %	1,3 %
> 5000	17,8 %	42 %	0,7 %

Annexe 2 – Régression incluant les départs suite à une mauvaise performance et la structure de propriété

Variables et constante	Coeff β (écart-type)	t	Sign.	VIF	
DEPTMAUVPERF	0,230** (0,091)	2,536	0,012	1,023	Nb d'obs : 160 R ² aj. : 7,8 % F : 4,375 Sign. : 0,002
VARPIB	0,064** (0,032)	1,994	0,048	1,022	
STRUCTMANAG	0,106 (0,113)	0,938	0,350	1,065	
STRUCTFAM	0,145** (0,066)	2,188	0,030	1,080	
Constante	-0,024 (0,059)	-0,411	0,681		

Les résultats significatifs sont signalés par : *** à 1 %, ** à 5 %, et * à 10 %.