



HAL
open science

Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants ?

Benoît Pigé

► **To cite this version:**

Benoît Pigé. Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants ?. Finance, 1997.
hal-02175842

HAL Id: hal-02175842

<https://hal.science/hal-02175842v1>

Submitted on 6 Jul 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Benoît Pigé

Professeur des Universités en Sciences de Gestion

Directeur de l'IAE de Franche-Comté

Article publié dans :

« Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants ? », Finance, Vol.18, N°2, pp.51-66, 1997.

Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants ?

Résumé

Dans les entreprises cotées, le conseil d'administration, en tant que représentant des actionnaires, exerce la fonction de contrôle des dirigeants. Parmi les attributs de cette fonction figurent le pouvoir de nomination et de révocation des dirigeants (président du conseil d'administration et directeurs généraux). Avec l'aide du quotidien financier "la Cote Desfossés", nous avons pu étudier les dossiers de presse relatant les changements de Pdg observés sur la période 1980-1990 pour des entreprises cotées sur le marché parisien. Après élimination des annonces de changement concomitantes à l'annonce d'un autre événement majeur pour l'entreprise (assemblée générale des actionnaires, publication des comptes), nous avons testé 51 annonces de changement de Pdg correspondant à 34 entreprises distinctes. Pour le jour de l'annonce du changement, nous observons une rentabilité anormale moyenne significativement positive. Cette réaction du marché boursier est encore plus significative si l'on retient la rentabilité anormale cumulée sur les deux premiers jours à partir de l'annonce du changement. Ceci indique que l'effet observé n'est pas un simple effet d'accroissement de volatilité lié à un effet d'annonce. Cette réaction est confirmée par l'utilisation d'un modèle ARCH. L'analyse transversale des rentabilités anormales montre que le marché boursier apprécie favorablement les changements de Pdg dans les entreprises performantes. Par contre, le changement de Pdg constitue un signal négatif sur la situation réelle de l'entreprise si celle-ci est peu performante. Dans ce cas, le marché apprécie positivement le recours à un dirigeant externe.

Abstract

In the public firms, the shareholders' board, which represents the shareholders inside the firm, has to control the top managers. This control function contains the ability of hiring or dismissing the top managers, and among them the CEO. With the help of a main French financial newspaper "la Cote Desfossé" we studied the newspaper's information collected upon the CEO changes in the French public firms for the 1980-1990 period. After eliminating the announcements which happened at the same time as another main information (shareholders meeting or results publication), we tested 51 announcements of CEO turnover for 34 different firms. For the announcement day, we observe a positive average abnormal return. This market reaction is even more significant if we observe the cumulated abnormal return over the two days after this announcement. This result implies that the market reaction is not only a volatility effect due to an announcement effect, but it is a real effect of wealth for the shareholders. The market reaction is confirmed by the use of an ARCH model. The cross test of abnormal returns indicates that the market appreciates the CEO change in performing firms. But if the firm is under-performing, the CEO change is a negative signal on the real situation of the firm. In that case, the market enjoys the hiring of an external CEO.

Introduction

Dans les entreprises cotées, les dirigeants doivent composer avec des actionnaires n'ayant d'intérêt commun que l'accroissement de leur richesse investie dans l'entreprise. Les dirigeants peuvent être tentés d'utiliser les ressources de leur entreprise pour servir leurs intérêts spécifiques au détriment de l'accroissement de la valeur de l'entreprise (Berle et Means, 1932).

Un certain nombre de mécanismes, tant internes qu'externes, existent pour inciter le dirigeant à gérer l'entreprise dans l'intérêt de ses actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Les mécanismes d'incitation internes sont gérés par le conseil d'administration et comprennent la politique de rémunération et le pouvoir de nomination-révocation des dirigeants. Les mécanismes d'incitation externes ont principalement un rôle supplétif, ils se déclenchent en cas de défaillance du conseil d'administration. Les études américaines ont ainsi montré que les prises de contrôle étaient favorables aux actionnaires de l'entreprise acquise et qu'elles se traduisaient fréquemment par un changement au sein de l'équipe de direction (Jensen et Ruback, 1983).

Le conseil d'administration, qui élabore et met en place les mécanismes internes d'incitation, peut, à l'image des dirigeants, rechercher d'autres objectifs que celui d'accroissement de la valeur de marché de l'entreprise. Ceci peut se traduire par une politique de rémunération qui ne soit pas suffisamment liée à la performance de l'entreprise (Baker et al., 1988), ou par une politique de nomination-révocation des dirigeants défavorable aux actionnaires (priviliégiant certains réseaux au détriment de la compétence professionnelle).

L'objet de cet article est d'évaluer l'effet d'un changement de dirigeant sur la richesse des actionnaires. Dans une première partie, nous discuterons des effets d'annonce d'un changement de dirigeant en distinguant selon qu'il s'agit du départ du dirigeant en place ou de l'arrivée d'un nouveau dirigeant. De manière générale, si le conseil d'administration prend prioritairement en compte l'intérêt des actionnaires, on devrait observer une réaction boursière positive. Dans une seconde partie, nous présenterons les deux méthodes économétriques d'estimation des rentabilités anormale que nous utiliserons ainsi que le mode de sélection des 51 annonces étudiées. Dans une troisième partie, nous présenterons nos

résultats empiriques sur la réaction moyenne du marché boursier à l'annonce d'un changement en prenant en compte les effets de volatilité associés et les possibilités de modification du risque systématique de l'entreprise. Dans notre dernière partie, nous testerons un modèle susceptible d'expliquer la réaction du marché boursier selon la rentabilité boursière de l'entreprise et l'origine du nouveau dirigeant.

Discussion théorique

Le marché boursier réagit à toute information susceptible de révéler une modification du risque de l'entreprise ou des flux futurs de liquidité attendus. L'annonce d'un changement de dirigeant constitue une information majeure qui recouvre deux aspects: l'annonce du départ du dirigeant en place, et/ou l'annonce de l'arrivée d'un nouveau dirigeant.

Le marché boursier et les effets d'annonce

Le rôle des dirigeants est d'assurer la direction de l'entreprise et d'informer les actionnaires sur les grandes décisions stratégiques et leurs conséquences sur la rentabilité de l'entreprise. Dans leur fonction d'information, les dirigeants envoient des signaux au marché boursier. Ce dernier peut ainsi réagir positivement ou négativement aux différentes annonces selon l'estimation qu'il en fait (impact favorable ou défavorable sur la valeur de marché de l'entreprise pour les actionnaires).

A l'inverse, les administrateurs n'ont de raison d'intervenir publiquement (c'est à dire en-dehors de leur fonction traditionnelle de conseil), que pour défendre les intérêts des actionnaires. Dès lors, les décisions émanant du conseil d'administration et rendues publiques devraient être positivement appréciées par le marché boursier car elles traduisent une adaptation à un environnement changeant en privilégiant l'intérêt des actionnaires.

Les effets d'un changement de dirigeant sur le cours boursier de l'entreprise

Le changement de dirigeant peut entraîner un accroissement ou une diminution de la richesse des actionnaires liés à une modification prévisible de la stratégie de l'entreprise, de sa politique d'investissement et des flux de liquidité attendus. La plupart des études concluent à l'absence de réaction boursière significative [Reinganum (1985), Beatty et Zajac (1987), Warner et al. (1988), Lubatkin et al. (1989)]. Si l'on observe ponctuellement une réaction

boursière significative, elle s'annule généralement le lendemain par une réaction de même ampleur. Une étude conclue à une réaction boursière positive significative sur les deux jours postérieurs à l'annonce du changement (Furtado et Rozeff, 1987).

Par contre, en effectuant une segmentation, les auteurs mettent parfois en évidence des réactions boursières significatives [Johnson et al. (1985), Schwert (1985) et Worrel et al. (1986) en cas de décès subits de dirigeants, Friedman et Singh (1989) en distinguant selon l'initiateur du changement, Bonnier et Bruner (1989) pour les entreprises en difficulté, Coughlan et Schmidt (1985) en introduisant la variable rémunération du dirigeant, Klein et Rosenfeld (1988) en cas d'actions des dirigeants préjudiciables aux actionnaires].

En considérant que le conseil d'administration prend prioritairement en compte l'intérêt de ses actionnaires (Charreaux et Pitol-Belin, 1990), nous supposons, qu'en moyenne, la réaction du marché boursier devrait être positive :

HYP 1: Le changement de Pdg crée une variation positive de la richesse des actionnaires.

Le pouvoir de révocation

En cas de mauvaise performance de l'entreprise, le conseil d'administration peut agir sur le comportement des dirigeants de deux manières: soit en modifiant la politique de rémunération pour l'adapter aux objectifs à atteindre et inciter les dirigeants à déployer plus d'efforts ou à réorienter leurs efforts, soit en renouvelant les dirigeants. Le premier moyen est plus souple et plus fin, et le deuxième plus brutal. Mais le premier est limité par l'environnement réglementaire (notamment l'environnement en termes de charges sociales et de fiscalité) et l'environnement médiatique (il est difficile de demander à ses employés d'accepter une stagnation de leurs salaires quand celui du Pdg, qui représente 10 à 50 fois plus, continue de croître). Ainsi la plupart des études observent une assez faible corrélation entre la performance de l'entreprise et l'évolution du salaire du dirigeant: la corrélation n'existe mécaniquement que par le biais des plans d'options sur actions et de la participation détenue par le dirigeant (Jensen et Murphy, 1990), sans qu'il soit prouvé que ces mécanismes exercent réellement un rôle incitatif supplémentaire (Pigé, 1994).

Le renouvellement du dirigeant constitue un pouvoir plus efficace dans la mesure où la sanction est lourde pour le dirigeant. La décision de révocation est corrélée à la performance relative réalisée par l'entreprise [Weisbach (1988), Furtado et Karan (1990)]. Ainsi, un dirigeant ayant obtenu une variation de la valeur de marché de son entreprise moins bonne que l'évolution moyenne des autres entreprises, a une probabilité plus forte de devoir cesser ses fonctions (Pigé, 1996). Le conseil d'administration prend en compte l'intérêt des actionnaires pour décider de la cessation des fonctions d'un dirigeant. Le marché boursier devrait réagir positivement à l'annonce du départ du dirigeant si celui-ci a réalisé en moyenne au cours de son mandat une mauvaise performance (Friedman et Singh, 1989).

HYP 2a: A l'annonce du départ du dirigeant en place, la réaction du marché boursier est négativement corrélée à la performance boursière réalisée au cours des cinq dernières années.

Cependant, l'annonce du changement de dirigeant peut avoir également un contenu informationnel sur la situation réelle de l'entreprise. Dans ce cas, si la performance de l'entreprise est pire que ce qui était anticipé, on devrait observer une réaction négative du marché [Jensen et Warner (1988), Warner et al. (1988), Bonnier et Bruner (1989)].

HYP 2b: A l'annonce du départ du dirigeant en place, la réaction du marché boursier est positivement corrélée à la performance boursière réalisée au cours des cinq dernières années.

Le pouvoir de nomination

Le futur Pdg est proposé par le conseil d'administration à l'assemblée générale des actionnaires pour que celle-ci le nomme administrateur, ou le renouvelle. Il est ensuite élu président du conseil d'administration (pour les SA à conseil d'administration) par les administrateurs. Ce choix peut être diversement apprécié par le marché boursier.

Un premier élément d'appréciation est l'origine du dirigeant (Furtado et Rozeff, 1987). Le choix d'un dirigeant d'origine interne, c'est à dire ayant assumé des fonctions de direction au sein de l'entreprise ou du groupe depuis plusieurs années, privilégie la continuité. Ce choix sera positivement perçu si l'entreprise est en bonne santé.

HYP 3: A l'annonce de l'arrivée d'un nouveau dirigeant d'origine interne à l'entreprise, la réaction du marché boursier est positivement corrélée à la performance boursière réalisée au cours des cinq dernières années.

Le choix d'un dirigeant d'origine externe traduit le plus souvent une volonté de rupture par rapport à l'existant (Lubatkin et al., 1989). Ce choix sera positivement perçu par le marché boursier si l'entreprise est en situation difficile, car il signifiera que les administrateurs ont décidé d'adapter la stratégie de l'entreprise aux nouvelles réalités de l'environnement. A l'inverse, si l'entreprise est en bonne santé, ce choix peut traduire un échec de la politique d'investissement en capital humain, puisque l'entreprise n'est pas capable de générer en son sein des dirigeants susceptibles d'assurer sa direction.

HYP 4: A l'annonce de l'arrivée d'un nouveau dirigeant d'origine externe à l'entreprise, la réaction du marché boursier est négativement corrélée à la performance boursière réalisée au cours des cinq dernières années.

Méthodologie et sélection de l'échantillon

Deux approches méthodologiques ont été retenues: l'utilisation d'une régression linéaire et l'utilisation d'un modèle ARCH. Dans les deux cas, des variables muettes ont été introduites pour capturer l'effet d'annonce en J-1, J0 et J+1. A partir d'un échantillon initial de 148 changements de Pdg, en raison de l'absence d'information publique ou de l'existence d'une annonce concomitante, seulement 51 annonces de changements ont pu faire l'objet d'une analyse économétrique.

Approche méthodologique

L'arrivée d'une nouvelle information sur le marché boursier peut créer un accroissement des variations du cours de l'action [Ohlson et Penman, 1985] dû à une efficience imparfaite du marché ou à une modification de la fourchette de marché [Amihud et Mendelson, 1987]. Dans ce cas, la volatilité accrue reflète les perceptions différentes des intervenants avant qu'un consensus ne s'établisse. Dans certains cas, l'arrivée d'une nouvelle information peut entraîner une diminution de la volatilité ou même n'avoir aucun effet [Berry et Howe, 1994].

Pour prendre en compte l'impact d'une modification de la volatilité, deux approches sont possibles. On peut supposer que si l'on observe sur deux ou trois séances consécutives une réaction significative du marché boursier, il ne s'agit pas d'un effet dû à la volatilité mais au contraire d'une modification de la valeur de marché de l'entreprise.

On peut également supposer que la volatilité observée au cours d'une séance dépend de la volatilité observée au cours des séances passées. Dans ce cas, à l'aide d'un modèle ARCH il est possible d'intégrer cette variation de la volatilité (Kryzanowski et Zhang, 1993).

De même, l'annonce du changement de dirigeant peut entraîner une modification du risque systématique de l'entreprise. Ainsi, selon Beatty et Zajac (1987), il semblerait qu'en moyenne il y ait une modification du risque systématique en cas de succession interne mais non en cas de succession externe. Pour d'autres annonces moins fondamentales telles que les divisions d'actions, on observe des variations significatives de la valeur des bêtas [Lamoureux et Poon (1987), Brennan et Copeland (1988) et Kryzanowski et Zang (1993)].

Nos tests reposeront sur deux méthodes d'estimation distinctes: régression linéaire et modèle ARCH. Les rentabilités anormales et les erreurs types sont estimées en introduisant des variables muettes dans la régression pour capturer l'effet d'annonce (Karafiath, 1988).

Les rentabilités des titres sont calculées de la façon suivante:

$$R_{i,t} = \text{Log}_e[(P_{i,t+1} + \text{DIV}_{i,t+1}) / P_{i,t}]$$

où $R_{i,t}$ est le taux composé continu de la séance t mesuré à partir des cours d'ouverture pour le titre i . Les cours $P_{i,t}$ et les dividendes $\text{DIV}_{i,t}$ ont été corrigés de l'influence des modifications de capital affectant techniquement les cours à l'aide d'un coefficient correcteur de l'opération de capital.

Pour estimer la régression, nous avons retenu la période -60 à +60 séances autour de la date d'annonce. Dans la première méthode, les rentabilités anormales sont estimées de la façon suivante:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,1} R_{m,t} D_1 + \beta_{i,2} R_{m,t} D_2 + \tau_{i,j} D_{3,i,j} + \varepsilon_{i,t}$$

avec $\beta_{i,1}$ le bêta de l'entreprise i avant la date d'annonce; $\beta_{i,2}$ le bêta de l'entreprise i à partir de la date d'annonce; $R_{m,t}$, la rentabilité du marché telle qu'elle est mesurée par l'indice Affi (Hamon et Jacquillat, 1992); D_1 (D_2), une variable muette égale à un (zéro) avant la date d'annonce et zéro (un) à partir de la date d'annonce; $\tau_{i,j}$, le paramètre qui mesure les rentabilités anormales pour le jour j de la fenêtre d'annonce pour l'entreprise i ; $D_{3,i,j}$, la variable muette de l'événement, qui prend la valeur un pour le jour j de la fenêtre d'annonce et la valeur zéro autrement; $\varepsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur de la régression à la séance t et pour

l'entreprise i , il est supposé distribué normalement avec une moyenne nulle, une variance constante et pas de corrélation entre les termes d'erreurs dans le temps.

La seconde méthode [modèle ARCH (Engle, 1982)] prend en compte les possibles effets d'autocorrélation des erreurs en supposant que la variance des termes d'erreurs n'est pas constante et qu'elle est égale à h_t , avec:

$$h_t = \alpha_0^* + \sum_{i=1}^q \alpha_i^* \varepsilon_{t-i}^2$$

$\alpha_0^* \geq 0$, α_i^* est compris entre 0 et 1, q est le nombre de termes pour lesquels h_t dépend des carrés des résidus passés.

Pour ces deux méthodes, nous avons complété les tests supposant la normalité par un test non paramétrique sur le signe de la rentabilité anormale observée. Pour un échantillon de 51 observations, la rentabilité anormale moyenne est significativement différente de 0 au seuil de 5% si la somme des signes est supérieure à 13 en valeur absolue.

Les traitements statistiques ont été effectués sous Excel¹.

Echantillon

Cet échantillon ne constitue pas, en raison de son mode de constitution, un échantillon représentatif, au sens statistique du terme, des changements de Pdg. Il a été établi à partir d'une base de données comprenant 558 entreprises cotées en 1971 et suivies sur la période 1966-1990, pour lesquelles nous avons pu relever les années de changement de Pdg.

Grâce à l'appui de la direction du quotidien financier et boursier "La Cote Desfossé" devenu "La Tribune Desfossé" et à la collaboration du personnel de ce journal, nous avons eu accès aux archives contenant par année et par société les coupures de presse relatant les événements tant juridiques, qu'économiques ou financiers. Etant donné que les grandes entreprises sont souvent mentionnées dans les journaux financiers et qu'elles font fréquemment l'objet de comptes-rendus d'assemblées ou de conseils, nous avons privilégié les entreprises les plus importantes ou les plus médiatisées de notre échantillon. Nous avons ainsi collecté des informations sur une centaine de changements de Pdg (tableau 1). Nous

¹ Compte tenu de la nature de la régression effectuée, les résultats du modèle ARCH obtenus par TSP donnent des erreurs -types aberrantes. Il a été nécessaire de reprogrammer sous Excel l'algorithme du modèle ARCH.

avons ensuite constitué un deuxième échantillon à partir des sociétés dont les Pdg ont dû quitter leurs fonctions avant l'âge de 60 ans. Nous avons collecté des informations sur une cinquantaine de changements (tableau 1).

Tableau n°1 : Description des événements relevés: les changements de Pdg sur la période 1980-1990. Constitution de l'échantillon à partir des dossiers de presse de *la Cote Desfossé*.

	R	D	A	NC	Total
Sociétés RM	50	12	15	19	96
dont événements concomitants (1)	18	2	3		23
Dirigeants <60 ans	28	0	7	17	52
dont événements concomitants	15	0	5		20

R = remplacement du Pdg = départ + arrivée simultanée
D = départ du Pdg non concomitant avec l'arrivée du nouveau Pdg
A = arrivée du Pdg non concomitante avec le départ de l'ancien Pdg
NC= changement de Pdg réalisé mais non communiqué par la presse
(1) Assemblées générales, présentation des comptes de l'exercice, prises de contrôle

Sur les 148 changements recensés, 112 étaient exploitables à partir de l'analyse des dossiers de presse communiqués par la Cote Desfossé, et 69 étaient à la fois exploitables et non concomitants à la publication des résultats ou à la tenue des assemblées générales. Les données boursières ont été collectées à partir de la base de données AFFI-SBF.

Les problèmes de collecte de données boursières ont réduit l'échantillon final à 51 changements car 13 séries boursières n'ont pas pu être obtenues (correspondant principalement aux sociétés peu importantes) et pour 5 séries boursières nous avons observé des rentabilités nulles sur plus de 20% des séances entourant la date d'annonce, ce qui traduit un risque de faible liquidité du titre. Ces 51 changements correspondent à 30 sociétés cotées au règlement mensuel et 4 sociétés non cotées au règlement mensuel mais dont les Pdg avaient moins de 60 ans. Pour une société nous avons relevé cinq annonces distinctes sur la période. Les annonces sont relativement bien réparties sur chacune des années 1981 à 1990.

Un changement est redondant: il s'agit du changement lié à l'arrêt des fonctions du Pdg et principal actionnaire de Majorette en 1990. En effet cet événement apparaît deux fois dans notre échantillon et fait l'objet de deux annonces distinctes. La première a eu lieu fin 1990 quand le Pdg a annoncé la cessation de ses fonctions. La seconde a eu lieu début 1991 à l'annonce de son décès. Compte tenu de la personnalité de ce Pdg, nous avons estimé que les deux annonces pouvaient se traduire par une réaction significative du marché. Néanmoins la

suppression de l'annonce de son décès de notre échantillon ne modifie pas les résultats présentés ci-après.

Plutôt que les dates juridiques (cessation du mandat de président du conseil, entrée en fonction du nouveau président) nous avons privilégié, à partir des articles de presse, les dates pour lesquelles le marché a eu, pour la première fois, connaissance de l'événement de manière certaine². L'origine du nouveau dirigeant (interne ou externe à l'entreprise) a été relevé soit à l'aide des coupures de presse soit à l'aide des annuaires *Who's Who*. La performance boursière annuelle a été calculée à partir des revues *l'Année Boursière*.

Résultats empiriques

L'annonce d'un changement de dirigeant crée en moyenne une richesse supplémentaire pour les actionnaires en J0 et en cumul sur la période J0 à J+1. La modification éventuelle de la volatilité, induite par l'effet d'annonce, n'est pas déterminante pour expliquer cette réaction boursière.

L'utilisation d'un processus ARCH

Concernant l'estimation des rentabilités anormales à l'aide d'un processus ARCH, de nombreuses difficultés économétriques ont été rencontrées. Sur les 51 séries étudiées, 20 présentaient une autocorrélation du carré des erreurs significative et supérieure ou égale à 1. L'estimation des autocorrélations a été réalisée à l'aide de la procédure BJIDENT du logiciel TSP qui repose sur les travaux de Box et Jenkins (1976). Nous avons donc retenu un modèle ARCH (1) pour prendre en compte les problèmes d'autocorrélation du carré des erreurs. Pour quatre annonces de changement, le modèle ARCH n'a pas convergé et nous n'avons donc pas eu de résultat.

² Nous avons ainsi retenu la date de publication du journal à l'intérieur duquel il était fait mention du changement de dirigeant. Dans la majeure partie des cas, cette date correspond au lendemain du jour de réunion du conseil d'administration ayant décidé de la succession du président du conseil.

**Le changement de dirigeant crée en moyenne un supplément de richesse
pour les actionnaires**

Tableau n°2: Réaction quotidienne moyenne du marché à l'annonce d'un changement de Pdg

	Régression linéaire			Modèle Arch(1)		
	Jour-1	Jour-0	Jour+1	Jour-1	Jour-0	Jour+1
Annnonce du départ du Pdg en place (N=5)						
Moyenne	0,87	-0,12	-0,54	0,45	0,37	0,26
Erreur-type	1,59	1,59	1,61	1,04	1,00	1,29
t test	0,55	-0,08	-0,34	0,43	0,38	0,20
Test signe	+1	+1	-1	+3	+1	-1
Annnonce du décès du Pdg en place (N=4)						
Moyenne	-0,71	0,97	2,06	1,19	-1,03	1,68
Erreur-type	1,27	1,28	1,28	1,08	1,00	1,02
t test	-0,56	0,75	1,61	1,11	-1,04	1,65
Test signe	0	0	+2	0	0	+2
Annnonce simultanée du départ et de l'arrivée d'un Pdg (N=31 / Arch N=28)						
Moyenne	-0,86	1,21	0,78	-0,41	0,95	0,94
Erreur-type	0,44	0,44	0,44	0,41	0,38	0,60
t test	-1,97	2,72 (*)	1,77	-1,01	2,47 (*)	1,57
Test signe	-3	+1	+7	0	+2	+6
Annnonce de l'arrivée d'un nouveau Pdg (N=11 / Arch N=10)						
Moyenne	-1,02	1,14	1,07	-1,19	1,23	0,94
Erreur-type	0,83	0,83	0,83	1,72	0,84	0,86
t test	-1,23	1,37	1,28	-0,69	1,47	1,10
Test signe	-7	+1	+5	-6	+2	+4
Annnonce du changement de Pdg, toutes natures d'annonce confondues (N=51)						
Moyenne	-0,72	1,04	0,81	-0,40	0,83	0,94
Erreur-type	0,37	0,37	0,37	0,46	0,32	0,44
t test	-1,93	2,80 (*)	2,18 (*)	-0,86	2,58 (*)	2,13 (*)
Test signe	-9	+3	+13	-3	+5	+11
Toutes natures d'annonce confondues hors Metaleurop(N=50)						
Moyenne	-0,70	0,98	0,31	-0,37	0,75	0,34
Erreur-type	0,370	0,372	0,370	0,47	0,31	0,44
t test	-1,89	2,64 (*)	0,85	-0,80	2,37 (*)	0,77
Test signe	-6	+2	+12	-2	+4	+10

Les réactions standardisées du marché suivies d'une astérisque * sont significativement différentes de 0 au seuil de 5%

Pour 14 annonces de changement, on observe une réaction significative au cours de l'une des trois séances encadrant la date d'annonce³. 12 réactions quotidiennes sont significativement négatives et 18 réactions sont significativement positives. Le tableau 2

³ La distribution des réactions boursières anormales $D_{3,i,j}$ en J-1 et en J0 semble pouvoir être approximée par une loi normale, par contre en J+1 une annonce présente une distorsion importante, c'est pourquoi dans les tableaux de synthèse nous présenterons les résultats moyens en incluant puis en excluant cette annonce.

donne les valeurs moyennes de τMOY_j pour les 51 annonces de changement étudiées et pour chacune des séances entourant la date d'annonce du changement selon la nature de l'annonce, avec:

$$\tau MOY_j = \frac{\sum_i \tau_{i,j}}{\sqrt{\sum_i (E_{i,j})^2}}$$

$E_{i,j}$ est l'erreur-type de la variable $\tau_{i,j}$ qui mesure la rentabilité anormale de l'entreprise i à la séance j (j variant de -1 à +1).

L'estimation des rentabilités anormales selon les deux méthodes (régression linéaire et modèle ARCH) donne des résultats concordants. En moyenne, on observe une réaction négative (non significative au seuil de 5%) pour la séance précédant l'annonce du changement, suivie de deux réactions positives (significatives au seuil de 5%) lors de l'annonce du changement, et lors de la séance suivante (tableau 2). Notre hypothèse 1 est validée: le changement de Pdg crée un accroissement de la richesse des actionnaires.

En segmentant notre échantillon, bien que les réactions ne soient pas significatives car les sous-échantillons sont trop petits, les réactions boursières anormales sont néanmoins de même signe et de même ampleur que la réaction observée pour la totalité de l'échantillon, à l'exception du sous-échantillon constitué des annonces de départ de Pdg sans annonce de son remplaçant, pour lequel on observe des réactions de signe inverse bien que non significatives.

Le tableau 3 donne les valeurs moyennes cumulées de $\tau MOYCUM$ pour les périodes allant de J-1 à J+1 ou de J0 à J+1, avec:

$$\tau MOYCUM = \frac{\sum_j \sum_i \tau_{i,j}}{\sqrt{\sum_j \sum_i (E_{i,j})^2}}$$

En cumul, sur la période J-1 à J+1 (de la dernière séance avant l'annonce à la première séance après l'annonce), la réaction est positive mais non significative au seuil de 5% (tableau 3). Sur la période J0 à J+1 (de la séance d'annonce à la première séance après l'annonce), la réaction est plus nettement positive et elle est significative au seuil de 5%.

Le test non paramétrique sur le signe de la réaction du marché boursier est non significatif au seuil de 5% (bien que significatif au seuil de 10% pour la réaction en J+1).

Tableau n°3: Réaction moyenne du marché autour de la date d'annonce du changement de Pdg

	Régression linéaire		Modèle Arch(1)	
	Jour-1 à Jour+1	Jour0 à Jour+1	Jour-1 à Jour+1	Jour0 à Jour+1
Annonce du départ du Pdg en place (N=5)				
Moyenne	0,20	-0,67	1,08	0,63
Erreur-type	2,77	2,26	1,93	1,63
t test	0,07	-0,29	0,56	0,39
Test signe	+1	-1	+1	-1
Annonce du décès du Pdg en place (N=4)				
Moyenne	2,33	3,03	1,84	0,65
Erreur-type	2,21	1,81	1,79	1,42
t test	1,05	1,67	1,03	0,45
Test signe	+4	+2	+2	+2
Annonce simultanée du départ et de l'arrivée d'un Pdg (N=31 / Arch N=28)				
Moyenne	1,12	1,98	1,48	1,89
Erreur-type	0,76	0,62	0,82	0,71
t test	1,47	3,18 (*)	1,81	2,66 (*)
Test signe	-1	+5	0	+2
Annonce de l'arrivée d'un nouveau Pdg (N=11 / Arch N=10)				
Moyenne	1,18	2,21	0,99	2,18
Erreur-type	1,44	1,17	2,10	1,20
t test	0,82	1,88	0,47	1,81
Test signe	+3	+3	+2	+6
Annonce du changement de Pdg, toutes natures d'annonce confondues (N=51 / Arch N=47)				
Moyenne	1,14	1,85	1,37	1,77
Erreur-type	0,64	0,53	0,72	0,55
t test	1,77	3,52 (*)	1,91	3,24 (*)
Test signe	+7	+9	+5	+9
Toutes natures d'annonce confondues hors Metaleurop (N=50 / Arch N=46)				
Moyenne	0,59	1,29	0,72	1,09
Erreur-type	0,64	0,52	0,71	0,54
t test	0,93	2,47 (*)	1,00	2,00 (*)
Test signe	+6	+8	+4	+8

Les réactions standardisées du marché suivies d'une astérisque * sont significativement différentes de 0 au seuil de 5%

A en juger d'après la concordance entre nos deux modèles économétriques (régression linéaire et modèle Arch), la volatilité liée à l'effet d'annonce ne semble pas déterminante. Ce résultat est conforté par l'étude de la réaction cumulée sur deux ou trois séances puisque la réaction boursière très significative observée en J0 est confirmée en cumul sur les deux jours J0 à J+1.

L'analyse transversale des rentabilités anormales

L'annonce du départ du Pdg d'une entreprise performante est appréciée positivement par le marché car celui-ci anticipe la poursuite de la stratégie mise en place. Par contre, si

l'entreprise est peu performante, les actionnaires préfèrent le recours à un Pdg recruté à l'extérieur pour modifier la stratégie et redresser l'entreprise.

Le choix des variables explicatives

Les rentabilités anormales standardisées observées à l'annonce d'un changement de dirigeant peuvent différer selon les caractéristiques de ce changement (tableau 5): décès du prédécesseur, départ volontaire ou forcé du prédécesseur, firme connaissant des difficultés financières, origine du successeur (promotion interne ou recrutement externe), ... Compte tenu de la multiplicité des facteurs justifiant la réaction du marché boursier, il est souhaitable d'introduire quelques variables spécifiques susceptibles d'expliquer les rentabilités anormales standardisées sur la période d'annonce.

Tableau n°4 : Synthèse des études empiriques effectuant une analyse transversale des rentabilités boursières anormales

Auteurs	Modèle de régression
JOHNSON, MAGEE, NAGARAJAN, ET NEWMAN (1985)	la rentabilité cumulée anormale de l'action est estimée par : $a_0 + a_1(\text{FONDATEUR}) + a_2(\text{ECART DE REMUNERATION}) + a_3(\text{PERFORMANCE}) + a_4(\text{ENRACINEMENT-1}) + a_5(\text{ENRACINEMENT-2})$
BONNIER ET BRUNER (1989)	$a_0 + a_1(\text{TAILLE}) + a_2(\text{PDG}) + a_3(\text{ORIGINE})$ la variable PDG prend la valeur 1 si le changement de dirigeant porte sur le Pdg et 0 autrement
FRIEDMAN ET SINGH (1989)	$a_0 + a_1(\text{PERFORMANCE}) + a_2(\text{ORIGINE}) + a_3(\text{INITIATEUR}) + a_4(\text{TAILLE})$ la variable INITIATEUR codifie la force initiatrice du changement : Pdg ou conseil d'administration

Pour tester nos hypothèses 2a, 2b, 3 et 4, trois variables explicatives liées au pouvoir de révocation et au pouvoir de nomination du conseil d'administration peuvent être retenues en lien avec la performance boursière antérieure de la firme, ce qui donne la régression suivante:

$$\text{REACT-BOURSE} = a_0 + a_1(\text{PERFORMANCE*DEPART}) + a_2(\text{PERFORMANCE*ARRIVEE*INTERNE}) + a_3[\text{PERFORMANCE*ARRIVEE*(1-INTERNE)}] + e$$

Les variables sont définies ainsi:

* REACT-BOURSE mesure la réaction boursière standardisée cumulée pour la période J-1 à J+1 ou J0 à J+1 pour chacune des annonces retenues:

$$\text{REACT_BOURSE}_i = \sum_j \tau_{i,j} / E_{i,j}$$

* la variable PERFORMANCE mesure la performance boursière moyenne réalisée au cours des cinq dernières années civiles, ajustée par la performance boursière du marché:

$$PERFORMANCE_{i,n0\grave{a}n-4} = \sqrt[5]{\prod_{n=0}^{n=4} PERFREL_{i,n}} - 1$$

avec: $PERFREL_{i,n} = \frac{(P_{i,n} + DIV_{i,n}) / P_{i,n-1}}{R_{M,n} + 1}$

$P_{i,n}$ et $P_{i,n-1}$ sont les cours de l'action à la fin des années respectives n et $n-1$, et $DIV_{i,n}$ est le dividende payé durant l'année n (ces variables ont été ajustées pour tenir compte des éventuelles opérations en capital). $R_{M,n}$ est la rentabilité moyenne du marché pour l'année n , compte tenu des dividendes versés.

* la variable DEPART prend la valeur 1 si le changement comprend l'annonce du départ du dirigeant en place, et la valeur 0 autrement;

* la variable ARRIVEE prend la valeur 1 si le changement comprend l'annonce de l'arrivée d'un nouveau dirigeant, et la valeur 0 autrement;

* la variable INTERNE prend la valeur 1 si le nouveau dirigeant est d'origine interne à l'entreprise, c'est à dire s'il est depuis plus d'un an au sein de l'entreprise, et la valeur 0 autrement.

Selon nos quatre hypothèses, HYP 2a et 2b (hypothèses alternatives), 3 et 4, on devrait observer pour:

* a_0 un coefficient positif: en moyenne le marché boursier réagit positivement à l'annonce d'un changement ;

* a_1 un coefficient négatif (hypothèse 2a), ou un coefficient positif (hypothèse 2b);

* a_2 un coefficient positif: plus le dirigeant sortant aura réalisé une bonne performance et plus le marché appréciera que son successeur soit d'origine interne pour assurer la continuité stratégique (hypothèse 3);

* a_3 un coefficient négatif: plus le dirigeant sortant aura réalisé une mauvaise performance et plus le marché appréciera que l'on ait recours à un dirigeant externe pour modifier la politique stratégique de l'entreprise (hypothèse 4).

Les résultats empiriques

L'échantillon étudié a été réduit à 49 observations car pour une annonce de changement, les renseignements sur les variables explicatives n'ont pas été obtenus et une annonce a été supprimée en raison de l'intensité de la réaction boursière.

Tableau n°5 : Analyse transversale des rentabilités anormales standardisées pour 49 événements.

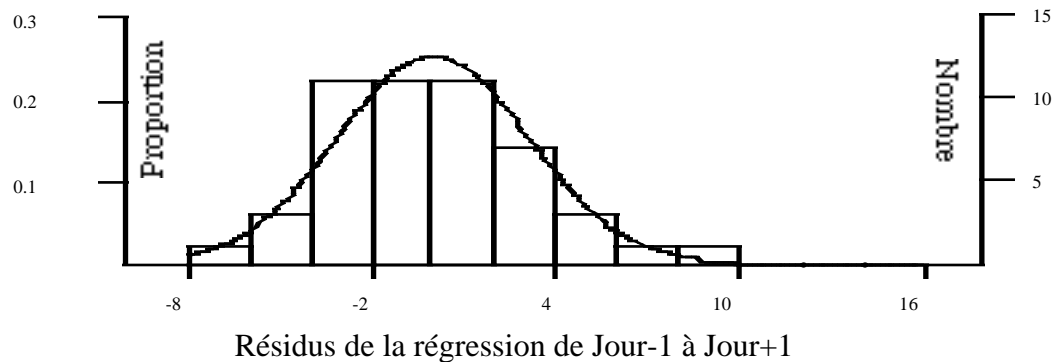
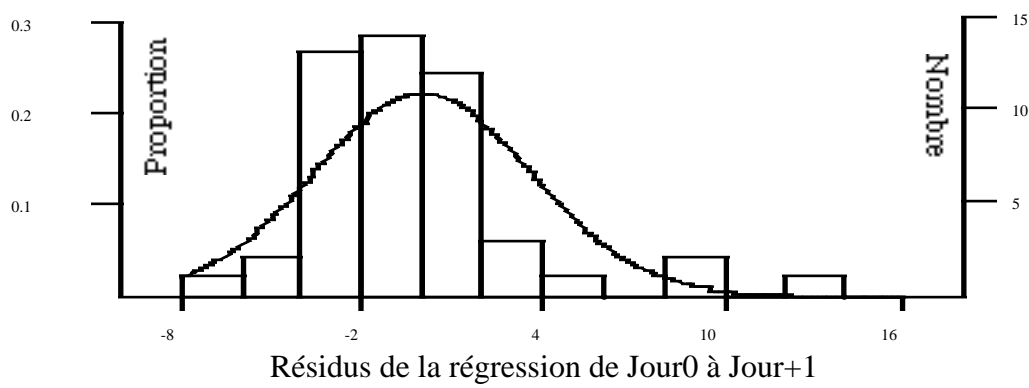
Variables	REACT_BOURSE _{J-1 à J+1}		REACT_BOURSE _{J0 à J+1}	
	Coefficient	valeur de t	Coefficient	valeur de t
a ₀ (réaction moyenne)	0,456	0,86	1,003	1,64
a ₁ (départ Pdg en place)	16,71	2,88 (*)	18,33	2,73 (*)
a ₂ (arrivée Pdg interne)	-12,31	-1,58	-5,97	-0,66
a ₃ (arrivée Pdg externe)	-18,79	3,01 (*)	-16,91	-2,34 (*)
F	3,84 (*)		4,30 (*)	
R ²	20,4%		22,3%	

Les valeurs de t figurent entre parenthèses.

Les valeurs suivies d'une * sont significatives au seuil de 5%

La corrélation entre les coefficients de régression est de -0,770 entre a₁ et a₂; -0,609 entre a₁ et a₃; +0,412 entre a₂ et a₃. On observe donc une corrélation négative relativement importante entre les coefficients mesurant l'annonce du départ du Pdg et ceux mesurant l'annonce de l'arrivée d'un nouveau Pdg. En effet, la plupart des annonces de changement concernent simultanément l'annonce du départ et de l'arrivée d'un Pdg.

L'hypothèse de normalité des résidus semble vérifiée pour la régression de J-1 à J+1 (graphique 1) mais non pour la régression de J₀ à J+1 (graphique 2) pour laquelle 3 sociétés entraînent une distorsion de l'approximation normale. Les deux régressions donnant des résultats concordants et étant globalement très significatives, nous pouvons néanmoins estimer que les résultats obtenus peuvent être exploités.

Graphique n°1: Distribution des résidus de la régression $R_{i, J-1}$ à $J+1$ Graphique n°2: Distribution des résidus de la régression R_{i, J_0} à $J+1$ 

En moyenne la réaction du marché boursier à l'annonce d'un changement de Pdg est positive (bien que le coefficient de régression de la constante soit non significatif au seuil de 5%). Mais cette réaction est fortement influencé par l'annonce du départ du Pdg en place et par l'annonce de l'arrivée d'un Pdg, particulièrement quand celui-ci est recruté à l'extérieur (tableau 5).

L'annonce du départ du Pdg en place a un impact d'autant plus important que la performance moyenne réalisée sur les cinq dernières années par le Pdg sortant est forte. Le signe du coefficient de régression de la variable étant positif, ceci signifie que le marché évalue positivement le départ du Pdg quand celui-ci a été très performant, mais qu'inversement il évalue négativement le départ du Pdg quand celui-ci a été contre-performant. Notre hypothèse alternative 3b selon laquelle le départ du Pdg en place constitue un signal sur la santé de l'entreprise est validée. Le départ d'un Pdg performant indique que la situation de l'entreprise est saine et que la succession permettra la poursuite de la performance, alors qu'à l'inverse, l'annonce du départ d'un Pdg peu performant indique que la

situation est pire que ce qui était anticipé et qu'il est nécessaire de corriger la stratégie de l'entreprise.

L'annonce de l'arrivée d'un nouveau Pdg recruté à l'extérieur a un impact d'autant plus important que la performance de l'entreprise était mauvaise. Le signe du coefficient de régression est négatif, ce qui indique que le marché apprécie positivement le recrutement d'un Pdg externe quand l'entreprise est en mauvaise santé et négativement quand l'entreprise est en bonne santé (tableau 5).

En moyenne, quand l'entreprise est peu performante, le marché réagit négativement à l'annonce du changement de dirigeant sauf si celui-ci est remplacé par un dirigeant externe, auquel cas les marchés estiment que bien que la situation de l'entreprise soit pire que prévue, le changement de stratégie permettra de redresser la situation. A l'inverse quand l'entreprise est performante, le marché réagit positivement à l'annonce du changement de dirigeant sauf si ce dernier est remplacé par un dirigeant externe car dans ce cas le marché craint un changement de stratégie qui serait préjudiciable à la performance actuelle de l'entreprise. On ne change pas une équipe qui gagne mais on essaie d'en garantir la pérennité en suscitant des dirigeants internes à l'entreprise.

Conclusion

En moyenne, le marché boursier réagit positivement à l'annonce d'un changement de dirigeant. Le jour de l'annonce du changement et le jour suivant, la rentabilité anormale moyenne est significativement positive. Sur l'ensemble des deux jours la réaction est très significative. Le résultat obtenu indique que le marché boursier apprécie positivement les actions du conseil d'administration en matière de gestion de la nomination et du départ des dirigeants.

L'analyse transversale des rentabilités anormales montre que le marché apprécie très positivement le changement de dirigeant quand celui-ci est réalisé au sein d'une entreprise performante et que le successeur est interne à l'entreprise. Cette réaction peut s'expliquer par la crainte des actionnaires de voir un Pdg performant s'enraciner et demeurer en place au-delà de ce qui serait souhaitable pour la performance de l'entreprise. La rotation régulière des

dirigeants permet donc de garantir une évolution régulière de la stratégie et son adaptation à un environnement changeant.

Par contre, si l'entreprise est peu performante, l'annonce d'un changement de dirigeant constitue un signal sur la santé de l'entreprise. Le changement est considéré comme rendu nécessaire par la situation de l'entreprise qui est pire que prévue. Dans ce cas, le marché apprécie positivement le recours à un dirigeant externe susceptible de modifier profondément la stratégie et de réorganiser l'entreprise.

Bibliographie

- AMIHUD Y. ET MENDELSON H. (1987), "Trading mechanisms and stock returns: An empirical investigation", *Journal of Finance*, N°42, pp.533-553.
- BAKER G.P., JENSEN M.C. ET MURPHY K.J. (1988), "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *Journal of Finance*, Vol.43, N°3, juillet, pp.593-616.
- BEATTY R.P. ET ZAJAC E.J. (1987), "CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects", *Strategic Management Journal*, Vol.8, pp.305-317.
- BERLE A. ET MEANS G. (1932), The Modern Corporation and Private Property, Mac Millan, New-York, 2ème édition, 1956.
- BERRY T. ET HOWE K.M. (1994), "Public Information Arrival", *Journal of Finance*, Vol.49, N°4, septembre, pp.1331-1346.
- BONNIER K.A. ET BRUNER R.F. (1989), "An analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms", *Journal of Accounting and Economics*, N°11, pp.95-106.
- BOX G.P. ET JENKINS G.M. (1976), Time Series Analysis: Forecasting and Control, Holden-Day, New-York.
- BRENNAN M.J. ET COPELAND T.E. (1988), "Beta changes around stock splits: A note", *Journal of Finance*, Vol.43, pp.1009-1013.
- CHARREAUX G. ET PITOL-BELIN JP. (1990), Le Conseil d'Administration, édition Vuibert Gestion.
- COUGHLAN A.T. ET SCHMIDT R.M. (1985), "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, pp.43-66.
- ENGLE R.F. (1982), "Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of U.K. Inflation", *Econometrica*, N°50, pp.987-1008.
- 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, pp.718-744.
- FURTADO E.P.H. ET KARAN V. (1990), "Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover : A Review of the Empirical Evidence", *Financial Management*, pp.60-75, été 90.
- FURTADO E.P.H. ET ROZEFF M.S. (1987), "The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes", *Journal of Financial Economics*, N°18, pp.147-160.
- HAMON J. ET JACQUILLAT B. (1992), Le marché français des actions - Etudes empiriques 1977-1991, éditions PUF.
- JENSEN M.C. ET MECKLING W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, octobre, pp.305-360.

- JENSEN M.C. ET MURPHY K.J. (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol.98, N°2, pp.225-264.
- JENSEN M.C. ET RUBACK R.S. (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, N°11, pp.5-50.
- JENSEN M.C. ET WARNER J.B. (1988), "The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors", *Journal of Financial Economics*, N°20, pp.3-24.
- JOHNSON W.B., MAGEE R.P., NAGARAJAN N.J. ET NEWMAN H.A. (1985), "An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, pp.151-174.
- KARAFIATH I. (1988), "Using dummy variables in the event methodology", *The Financial Review*, Vol.23, N°3, aout, pp.351-357.
- KLEIN A. ET ROSENFELD J. (1988), "Targeted Share Repurchases and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, N°20, pp.493-506.
- KRYZANOWSKI L. ET ZHANG H. (1993), "Market behaviour around Canadian stock-split ex-dates", *Journal of Empirical Finance*, N°1, pp.57-81.
- LAMOUREUX C.G. ET POON P. (1987), "The market reaction to stock splits", *Journal of Finance*, N°42, pp.1347-1370.
- LUBATKIN M.H., CHUNG K.H., ROGERS R.C. ET OWERS J.E. (1989), "Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations", *Academy of Management Journal*, Vol.32, N°1, pp.47-68.
- OHLSON J.A. ET PENMAN S.H. (1985), "Volatility increases subsequent to stock splits: An empirical aberration", *Journal of Financial Economics*, N°14, juin, pp.251-266.
- PIGE B. (1994), "La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants", *La Revue du Financier*, N°95, mars, pp.44-64.
- PIGE B. (1996), "La probabilité de rotation des Pdg: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration", *Revue d'économie politique*, Vol.106, N°5, sept.-oct.
- REINGANUM M.R. (1985), "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, pp.46-60, mars.
- SCHWERT G.W. (1985), "A Discussion of CEO Deaths and the Reaction of Stock Prices", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, pp.175-178.
- WARNER J.B., WATTS R.L. ET WRUCK K.H. (1988), "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, N°20, pp.461-492.
- WEISBACH M.S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, N°20, pp.431-460.
- WORRELL D.L., DAVIDSON W.N., CHANDY P.R. ET GARRISON S.L. (1986), "Management Turnover through Deaths of Key Executives : Effects on Investor Wealth", *Academy of Management Journal*, Vol.29, N°4, pp.674-694.