

IMPACT DU CHANGEMENT DE DIRIGEANT SUR LA VALEUR DES ENTREPRISES CAMEROUNAISES : EFFET MODÉRATEUR DE LA NATURE DE DÉPART ET DU CONTEXTE ÉCONOMIQUE DE L'ENTREPRISE

Léopold Djoutsa Wamba et al.

Editions ICES | *Revue Congolaise de Gestion*

2012/1 - Numéro 15-16

pages 9 à 44

ISSN 1729-0228

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-revue-congolaise-de-gestion-2012-1-page-9.htm>

Pour citer cet article :

Djoutsa Wamba Léopold et al., « Impact du changement de dirigeant sur la valeur des entreprises camerounaises : effet modérateur de la nature de départ et du contexte économique de l'entreprise », *Revue Congolaise de Gestion*, 2012/1 Numéro 15-16, p. 9-44.

Distribution électronique Cairn.info pour Editions ICES.

© Editions ICES. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

IMPACT DU CHANGEMENT DE DIRIGEANT SUR
LA VALEUR DES ENTREPRISES CAMEROUNAISES :
EFFET MODERATEUR DE LA NATURE DE DEPART
ET DU CONTEXTE ECONOMIQUE DE
L'ENTREPRISE

Léopold DJOUTSA WAMBA¹

Tél. (237) 74 61 04 76 / (237) 99 96 02 29

E-mail: djoutsaleo@yahoo.fr

Alain TAKOUDJOU NIMPA²

BP. 110 Dschang – Cameroun

E-mail: animpa2002@yahoo.fr

Henri WAMBA³

E-mail: h_wamba@yahoo.fr

Résumé

L'objectif de cet article est d'analyser l'effet modérateur du contexte économique de l'entreprise et de la nature de départ du dirigeant sur l'impact du changement d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise.

A travers une méthodologie d'études d'événement, d'association et de comparaison sur un échantillon de 50 cas

¹ Enseignant-chercheur à la faculté des Sciences Economiques et de Gestion de l'Université de Dschang BP. 110 Dschang – Cameroun.

² Enseignant-chercheur à la faculté des Sciences Economiques et de Gestion de l'Université de Dschang.

³ Professeur agrégé des Sciences de Gestion Université de Yaoundé II-SOA

de changement de dirigeant sur la période 1990 à 2004 dans les sociétés anonymes au Cameroun, les résultats ont montré que l'impact du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise est négatif et significatif. Toutefois, cet impact varie significativement avec la nature de départ du prédécesseur et le contexte économique de l'entreprise. En général, les résultats montrent que la nature de départ du prédécesseur et les variables liées au contexte économique de l'entreprise (performance de l'entreprise avant la succession, la taille de l'entreprise et l'environnement concurrentiel de l'entreprise) influencent à des degrés divers la relation entre le changement de dirigeant et la valeur de l'entreprise. Ces résultats suggèrent d'une part que l'impact négatif du changement de dirigeant est atténué si le départ du dirigeant est normal (retraite) ou forcé, si l'entreprise est de grande taille, ou si elle appartient à un environnement stable ou peu complexe. D'autre part, cet impact négatif est amplifié dans les entreprises de petite taille, dans les entreprises appartenant à un environnement très complexe ou très instable, ou encore si le départ du dirigeant est subi par le conseil d'administration.

Mots clés : Gouvernance d'entreprises – théorie de l'enracinement – théorie de l'agence – changement de dirigeant – valeur de l'entreprise.

Abstract

This article analyses the moderating effect in the economic context of the enterprise and the nature of impact the departure of the manager has on the core business due to managerial changes. Through the exploration of factual study, gathering and comparing data over a 50 sampled cases of managerial changes by 1990 to 2004 within anonymous companies in Cameroon, outcomes show that

the impact of managerial changes has a negative and significant impact on the values of the business. Nevertheless, that impact varies significantly with the nature of the predecessor's departure and variables related to the economic situation of the business (its performance, before the succession, the size of the enterprise and the competitive environment) influence at different degrees the relation between managerial changes and the values of the business. These outcomes, show that the impact is minimized provided the manager departure is normal (retirement) or forced, if the business is part of larger size or if it is located in the stable environment or in a less complex one. In one hand, that negative impact is amplified in the small business, for the business which belongs to the complex environment or more instable, or if the departure of the manager is victimized by board of directors.

Key Words: *enterprise accountability, seniority theory, agency theory, managerial changes, enterprise value.*

1- Introduction

Les années 90 ont marqué le début de l'ère du « corporategovernance ». Ce terme traduit de l'anglais par « gouvernance d'entreprises », fait référence aux « systèmes définissant, délimitant et influençant les pouvoirs et les décisions des dirigeants (Charreaux, 1996). Dans ce cadre, les changements de dirigeants constituent une question au cœur des débats sur le « corporategovernance ». Le dirigeant occupe en effet un rôle central dans l'entreprise; car il est à la fois un acteur majeur du processus conduisant à la création de la valeur, mais dispose également de la capacité à influencer sur sa répartition (Bancel, 1999). Les développements récents ont

mis en lumière les conflits d'intérêt pouvant exister entre le dirigeant et les différents partenaires de l'entreprise.

Dans ce domaine, un nombre relativement important des travaux se sont penchés sur le contrôle et l'incitation du dirigeant de la firme par ses actionnaires. L'analyse des effets du changement de dirigeant sur la création de la valeur, même si elle prolifère dans la littérature anglo-saxonne reste peu explorée dans le contexte africain. Encore désigné sous le vocable de turnover de dirigeant, le changement du dirigeant renvoie à la situation dans laquelle un dirigeant en place est remplacé par un nouveau désigné pour lui succéder.

En raison des exigences croissantes en matière de résultats, une nouvelle dynamique de la gouvernance est née et pèse sur les comportements des conseils d'administration en les rendant plus actifs et plus puissants⁴. Elle donne ainsi l'occasion aux conseils d'administration d'agir contre les dirigeants non-performants. Désormais, pour conserver leur mandat, un dirigeant doit assurer une rentabilité minimum au risque de voir son parcours professionnel écourté (Pigé, 1997). En 2005, le taux d'accroissement mondial des changements de dirigeant a battu un nouveau record en atteignant 15,3% en moyenne, un taux 70% plus élevé qu'il y a dix ans (Lucier, Kocourek et Habbel, 2006). Ce phénomène se retrouve partout : au Japon, le record est battu tandis que dans le reste du monde, on enregistre le second plus haut taux d'accroissement des changements (Péladeau, Romac et Favennec, 2006).

⁴Il s'agit principalement des réformes de 2002 et 2003 relatives à la gouvernance aux Etats-Unis, telles que la loi Sarbanes-Oxley, les nouvelles normes de l'American Stock Exchange et du Nasdaq ainsi que les recommandations d'organisations privées, comme la National Association of Corporate Directors et le « Council of Institutional Investors »,

Au Cameroun, cet événement n'est pas intensément médiatisé comme dans les pays à forte participation des entreprises au marché boursier, mais attire néanmoins l'attention de quelques journaux. Nous avons noté à titre d'exemple le départ de Jean Pierre Tossi et de André Jacomoni à la tête de la société Pari Mutuel Urbain camerounais et leur remplacement par Jean Filiciaggi et Jean Dominique Casamarta ; de Jean Marcel Gariador par François Lisambert à la Société de Transite du Cameroun ; de Daniel Campos par André Le Roux à SATOM-SOGEA Cameroun. L'ampleur de ce phénomène et les circonstances dans lesquelles il a lieu demeurent méconnues. Les implications d'un tel événement sur la richesse des actionnaires et d'autres parties prenantes ne suscitent qu'un intérêt certain pour cette étude.

Le changement du dirigeant pose le problème de la valeur du capital humain du dirigeant relative à celle des autres dirigeants du marché et à la perte de cette valeur en cas de départ pour les stakeholders et plus particulièrement pour les actionnaires. Les cadres théoriques traitant du changement du dirigeant soulèvent une contradiction. Par exemple, dans la théorie de l'agence, le départ initié par les organes de contrôle est considéré comme un moyen disciplinaire permettant aux actionnaires de se débarrasser des dirigeants incompetents. Par contre, la théorie de l'enracinement quant à elle nuance le point de vue de la théorie de l'agence et insiste sur les rentes managériales perdues en cas de changement de dirigeant.

La première recherche portant sur l'effet du changement de dirigeant sur la création de la valeur date de 1961 avec l'article de Trow, intitulé «*Executive Succession in Small companies*». Longtemps restées dans la conception

traditionnelle⁵, ce n'est qu'à partir des années 90 que les recherches sur l'effet du changement de dirigeant sur la création de la valeur se sont amorcées surtout chez les Anglo-saxons. En Europe et plus particulièrement en France, l'étude pionnière de Pigé (1994) sur la réaction du marché boursier suite à l'annonce des changements de dirigeant est un signal qui a mobilisé plusieurs chercheurs francophones autour de cette problématique. Les recherches antérieures confirment en général que le changement de dirigeant a un effet sur la valeur de l'entreprise. Dans la mesure où les conflits d'agence et l'opportunisme managérial se présentent en fonction du contexte de l'entreprise, nous nous interrogeons si la prise en compte de la nature de départ et le contexte économique de l'entreprise pourraient atténuer ou amplifier l'impact d'un changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise ?

À partir de la problématique ci-dessus énoncée et compte tenu du tissu économique camerounais dominé par les PME non cotées et de grandes sociétés dont le capital est détenu par des familles, par l'Etat ou des sociétés étrangères, nous pouvons formuler les hypothèses suivantes en nous appuyant sur le cadre de la théorie de l'enracinement :

H1 : Le départ d'un dirigeant contribue à la destruction de la valeur au sein de l'entreprise.

H2 : Le départ forcé du prédécesseur détruit moins la valeur que celui avec tout autre type de départ.

H3 : Le départ d'un dirigeant favorise plus la destruction de la valeur dans une PME que dans une entreprise de grande taille.

⁵ L'objectif unique des études traditionnelles sur la succession était de mettre en évidence l'effet général de la succession sur la performance de l'organisation.

H4 : Le départ d'un dirigeant détruit moins la valeur dans une entreprise faiblement performante que dans celle hautement performante.

H5 : Le départ d'un dirigeant détruit moins la valeur dans une entreprise appartenant à un environnement moins complexe que dans celle appartenant à un environnement très complexe.

H6 : Le départ d'un dirigeant défavorise moins la création de la valeur dans une entreprise appartenant à un environnement stable que dans celle appartenant à un environnement instable.

En vue de tester ces hypothèses, nous avons mené une étude empirique dans le contexte camerounais qui reste encore peu exploré. En fait, la majorité des recherches se rapportant à notre étude, bien qu'elles soient rares, sont principalement effectuées dans le contexte américain. A notre connaissance aucune étude n'a été menée dans le contexte africain et plus particulièrement au Cameroun. Ainsi, nous nous proposons d'analyser l'effet modérateur du contexte économique de l'entreprise et de la nature de départ du dirigeant sur l'impact du changement de dirigeant en contexte camerounais.

Nous considérons que la présente recherche offre des contributions sur le plan théorique et pratique. Sur le plan théorique, les études portant sur l'effet du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise ont été réalisées sur les données américaines et françaises. Leurs conclusions n'étant pas généralisables aux pays en voie de développement, la première contribution de cette recherche serait d'essayer d'apporter quelques éléments de réponse à la question à partir des données camerounaises. Une deuxième contribution est qu'elle apporte sur le plan empirique, des résultats complémentaires à ceux existants en intégrant notamment l'influence de l'environnement

économique de l'entreprise. Sur le plan pratique, cette recherche présente une source d'intérêt pour les actionnaires et autres parties prenantes (ceux dont dépende la pérennité de l'entreprise) dans la mesure où un changement de dirigeant entraîne une modification de leur richesse.

La suite de cet article sera structurée en deux parties. Tout d'abord, nous allons présenter notre approche méthodologique, et ensuite les résultats et leur contribution managériale.

2- Aspects méthodologiques de l'étude

2.1. Echantillonnage et collecte des données

i) Sélection d'un échantillon d'entreprises

L'étude porte sur les entreprises camerounaises du type Société Anonyme (SA), ayant procédé à un changement de dirigeants (plus particulièrement dans les villes de Yaoundé et Douala)⁶ sur la période 1990-2004. Ces changements concernent les dirigeants ayant le titre de Président du Conseil d'Administration, Président-Directeur-Général, Directeur général, Administrateur Général et dans une certaine mesure le Gérant des SARL⁷. Les autres directeurs et vices directeurs sont exclus de l'échantillon de façon à ne conserver que les changements majeurs.

Les entreprises visées sont donc celles aux caractéristiques ci-après :

- avoir effectué au moins un changement de dirigeants pendant la période de l'étude ;

⁶ En effet, ces deux villes regorgent plus de 70 % des sociétés anonymes camerounaises.

⁷ Nous avons intégré le Gérant des SARL dans les cas de succession provoquées par le changement de statut de l'entreprise (une SARL qui devient une SA).

- avoir déposé régulièrement pendant la période de l'étude des Déclarations Statistiques et Fiscales (DSF) à l'Institut National de la Statistique (INS). Il convient de souligner que la DSF fournit des informations financières sur l'entreprise.

Sur la base des procès verbaux des conseils d'administration ou des assemblées générales ordinaires des actionnaires déposés au greffe des tribunaux de première Instance des villes de Yaoundé et Douala, nous avons identifié 123 sociétés qui ont effectué au moins un changement de dirigeant au cours de la période. Ensuite nous avons conçu et administré à ces entreprises un questionnaire répondant aux objectifs de notre étude. Leur exploitation au regard des objectifs poursuivis par notre étude a permis à la fin de retenir 50 entreprises constituant ainsi notre échantillon. L'exclusion de certaines entreprises ayant effectué un changement de dirigeant est dû au fait qu'il était impossible d'obtenir des données comptables et financières de celles-ci et surtout par le manque de sérieux de certains dirigeants manifesté par certaines réponses manquantes sur le questionnaire, mais pourtant utiles à la conduite de l'étude.

Le tableau 1 ci-dessous présente les filtrations subies en vue de l'obtention de l'échantillon final.

Tableau 1 : Filtration de l'échantillon

	Situation géographique des entreprises		Total
	Yaoundé	Douala	
Nombre d'entreprises ayant changé de dirigeant et a reçu un questionnaire	18 (14,64%)	105 (85,36 %)	123 (100 %)
Questionnaires répondus	11 (61,11%)	76 (73,38 %)	87 (70,7 3%)

Disponibilité des données comptables l'INS pour les entreprises ayant répondues au questionnaire	8 (72,72%)	42 (55,26 %)	50 (57,4 7%)
Echantillon total retenu pour la recherche	8 (44,44%)	42 (40%)	50 (40,6 5)

ii) Sources et instruments de collecte des données

Un questionnaire nous a permis d'interroger directement les dirigeants de notre échantillon en définissant au préalable par une approche qualitative, les modalités de réponse au travers des questions dites « fermées ». C'est un outil de collecte de données primaires bien adapté aux recherches quantitatives puisqu'il permet de traiter de grands échantillons et d'établir des relations statistiques ou des comparaisons chiffrées. Il nous a permis d'obtenir les informations sur les caractéristiques des entreprises, sur le départ et le prédécesseur, sur la nomination et le successeur, et sur l'environnement de l'entreprise.

Le recueil des données existantes (données secondaires ou documentaires) comme deuxième méthode nous a permis de compléter les informations obtenues par le questionnaire. Il s'agit des données comptables et financières permettant de calculer la valeur de l'entreprise et la performance de celle-ci avant le changement. Le choix de cette approche réside dans le fait que les données d'essence financière et comptable sont frappées du sceau de la confidentialité et ne peuvent en aucun cas être délivrées par les dirigeants d'entreprises. Pour ce fait, nous les avons obtenues en exploitant les déclarations statistiques et fiscales (*DSF*) disponibles à l'*INS*.

Pour nos différents tests statistiques, nous avons considéré qu'il n'existe qu'un cas de changement par

entreprise quel que soit le nombre de dirigeants impliqués dans le changement. Le tableau 2 ci-dessous donne les statistiques sur les titres des dirigeants ayant quitté leur fonction sur la période 1990-2004 dans les entreprises de l'échantillon. A la lecture de ce tableau on remarque que les 50 cas de changement ont entraîné 56 départs.

Tableau 2 : Nature de dirigeants sortant

	Effectif	%
Président-directeur général	15	26,79
Président du conseil d'administration	9	16,07
Directeur général	15	26,79
Administrateur général	10	17,86
Gérants	7	12,50
Total	56	100,00

iii) Difficultés rencontrées sur le terrain

Notre mission s'est heurtée à de nombreuses difficultés qui l'ont mise en retard par rapport au chronogramme d'exécution arrêté. La complaisance de certains dirigeants interrogés et le laxisme de quelques-uns ne nous ont pas permis d'atteindre de manière optimale les résultats escomptés. Après avoir attendu longuement sans succès les réponses aux questionnaires déposés, nous nous sommes déportés dans les services indiqués aux fins de rencontrer les dirigeants concernés et discuter avec eux des points intéressants de notre étude. Mais, malgré notre insistance, les résultats ne furent guère plus encourageants. Tantôt les dirigeants sollicités annonçaient qu'ils étaient en mission tantôt ils nous faisaient dire qu'ils étaient submergés de travail et que le temps pour répondre au questionnaire leur faisait défaut. Cet état de chose ne nous a pas permis d'évoluer convenablement et d'obtenir toutes les données que nous aurions dû traiter et analyser. Toutefois,

l'infime proportion des dirigeants qui a collaboré, nous a fournis des informations pertinentes qui nous ont aidées à atteindre les objectifs visés.

2.2. Modèle de l'étude et mesure des variables

Toutes les hypothèses que nous avons émises sont centrées sur l'étude de l'effet modérateur des variables liées au contexte économique de l'entreprise (la taille, la performance et l'environnement) et à la nature du départ sur l'impact du changement de dirigeant. En d'autres termes, nous voulons montrer que la nature du départ du dirigeant et le contexte économique de l'entreprise peuvent modifier l'intensité (amplifier ou atténuer) et/ou le signe de l'impact du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise. Ces variables modératrices permettent de spécifier quand certains effets se produisent et ainsi, de décomposer une population totale en sous-population selon la présence ou non de l'effet mesuré.

Selon Baron et Kenny (1986), l'effet modérateur est constaté lorsqu'une variable modératrice Z modifie l'intensité de la relation entre la variable indépendante X et la variable dépendante Y . Les auteurs précisent ainsi qu'il existe trois relations qui se dégagent :

L'influence de X sur Y , l'influence de Z sur XY . Ce modèle peut s'écrire : $XY = \beta_0 + \sum \beta_i Z_i + \varepsilon$

Avec XY l'impact du changement de dirigeant sur la création de la valeur (*IMPACT*), Z_i les variables explicatives ou modératrices ; β_0 , le terme constant ; β_i , les coefficients de régression et ε le terme d'erreur. La forme empirique complète du modèle est :

$$\text{IMPACT} = \beta_0 + \beta_1 \text{NATD} + \beta_2 \text{TAIL} + \beta_3 \text{PERF} + \beta_4 \text{COMPENV} + \beta_5 \text{VARENV} + \varepsilon$$

La mesure des variables de ce modèle est présentée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 3 : Description des variables explicatives utilisées

Variables	Indicateurs de mesure	Remarques
TAIL	L'actif total	TAIL= petite si l'actif total est inférieur à la moyenne TAIL= grande si celui-ci est au-dessus de la moyenne
PERF	Rentabilité de l'actif économique (mesurée ex-ante)	PERF= faiblement performante si la variation de la rentabilité de l'actif économique évaluée à partir de la valeur comptable est inférieure à la moyenne PERF= hautement performante si celle-ci est au-dessus de la moyenne
COMPENV	Complexité de l'environnement	COMPENV= simple , si les techniques de production, de commercialisation ou de gestion sont simples ou homogènes COMPENV = moyen , si les techniques de production, de commercialisation ou de gestion sont moyennes COMPENV.= très complexe , si les techniques de production, de commercialisation ou de gestion sont très complexes ou très sophistiqués
VARENV	Variabilité de l'environnement	VARENV.= stable si les facteurs de l'environnement du centre de décision restent identiques dans le temps VARENV= moyenne si les facteurs de l'environnement du centre de décision sont moyennement changeants VARENV= instable si les facteurs de l'environnement du centre de décision sont en changement continu

NATD	Nature de départ	NATD = retraite si le dirigeant a atteint la limite d'âge qui est de 65 ans NATD = départ « forcé » s'il s'agit d'un non renouvellement de mandat, d'une révocation ou d'un départ causé par l'existence d'un conflit entre le dirigeant et les actionnaires NATD = départ « subi » s'il est précisé que le dirigeant est décédé, qu'il est parti pour des raisons de santé ou pour une autre opportunité professionnelle ou tout au plus pour des raisons personnelles
------	------------------	---

2.3. Précautions méthodologiques

La méthodologie de référence utilisée pour examiner l'impact du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise est celle de l'étude d'événement. C'est une méthode qui consiste à déterminer la rentabilité anormale (RA) qui se définit comme la différence entre la rentabilité réelle de l'entreprise (R) et une norme égale à la rentabilité théorique de l'entreprise si l'événement n'était pas survenu (RE) ; d'où la formule suivante : $RA_{it} = R_{it} - RE_{it}$.

L'un des problèmes liés à l'étude d'événement est que l'on teste à la fois l'hypothèse et le modèle théorique de référence utilisé pour le calcul de la valeur créée par une entreprise. Le choix du modèle théorique doit donc être effectué avec beaucoup de précaution. Dans la plupart des études empiriques, trois modèles de référence sont généralement utilisés pour des entreprises cotées en bourse : le modèle de la stratégie de la valeur de McKinsey (Coleland et al., 1994), le modèle EVA (Stern, 1984, Stewart, 1991) et le modèle de Feltham-Ohlson (1995).

Ces trois modèles s'appliquent aux entreprises cotées en bourse. Par contre, les entreprises de l'échantillon ne le sont pas. Il serait dès lors prudent d'estimer la valeur théorique de chaque entreprise soit par la méthode de

simulation statistique ou par celle de la régression linéaire. Dans le cas d'espèce, nous nous sommes proposés d'utiliser la simulation qui consiste à générer une série $t+1$ ayant les mêmes caractéristiques que les séries précédentes⁸ ; c'est-à-dire de moyennes égales et d'écarts types égaux. Cette série correspond à la rentabilité théorique de chaque entreprise. Le choix de cette méthode réside dans le fait que les données nécessaires à la mesure de l'impact ne sont que sur deux ans pour chaque entreprise ; or la régression avec deux observations n'est pas efficace.

La taille réduite de l'échantillon nous impose d'utiliser les tests non paramétriques. A cet effet, nous utiliserons par conséquent les tests de corrélation de Person pour montrer dans quelle mesure les variables sensées représentées les hypothèses ont une influence sur la variable dépendante et les tests de comparaison de moyenne de Mann et Whitney pour deux sous-échantillons indépendants, ainsi que le test de Kruskal Wallis pour k sous échantillons indépendants.

3- Résultats de l'étude

3.1. Analyses descriptives

i) Caractéristiques des entreprises ayant changé de dirigeant

Statut juridique

Les Sociétés Anonymes (SA), terrain d'étude privilégié des recherches en gouvernance d'entreprises, sont dans leur écrasante majorité des sociétés cotées. À ce statut correspondent des obligations juridiques en termes d'informations des actionnaires, des salariés et des autres

⁸ Ce qui veut dire que les périodes futures ressemblent aux périodes passées, ce qui n'est pas toujours vrai dans la réalité (Jacquillat, Solnick, 1990).

parties prenantes⁹. Certaines de ces dispositions s'appliquent indifféremment aux SA cotées et non cotées, quelle que soit leur taille. Au Cameroun, les sociétés non cotées ont toutefois la possibilité sous certaines conditions, d'adopter le statut juridique des SA avec conseil d'administration ou avec administrateur général. L'échantillon de notre étude nous permet de révéler que 74% des SA ayant effectué un changement de dirigeant sont celles avec conseil d'administration contre seulement 26 % avec administrateur général.

Caractéristiques du conseil d'administration

38% des entreprises de l'échantillon disposant d'un conseil d'administration, ont un conseil composé entre 3 et 6 membres, 24% entre 6 à 9 membres, 10% au plus 3 membres et seulement 6% ont plus de 10 membres. La taille moyenne de ces conseils est de 5 membres. Cette tendance montre que les entreprises de l'échantillon ont plutôt des conseils d'administration de taille très variée. Il apparaît en outre que, même si on note une grande diversité des situations, la taille de l'entreprise, exprimée en chiffre d'affaires est un facteur explicatif de la taille du conseil d'administration. En effet, tous les conseils d'administration de plus de dix membres se trouvent dans les sociétés ayant un chiffre d'affaires supérieur à dix milliards de francs CFA. Par contre, les conseils d'administration restreints (3 à 6 personnes) se retrouvent très majoritairement dans les entreprises ayant un chiffre d'affaires inférieur à un milliard. Les autres croisements effectués pour expliquer la

⁹ Pour le cas français, ces obligations ont été renforcées par la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) du 18 mai 2001.

taille du conseil d'administration des entreprises de l'échantillon n'ont pas donné de résultats statistiquement significatifs. D'ailleurs, la composition de ce conseil montre qu'en moyenne l'attribution des sièges se fait à concurrence de 18,86% pour les dirigeants, 11,84% pour les membres de famille du dirigeant fondateur, 42,11% pour les actionnaires, 2,19% pour les représentants de l'État, 1,32% pour les représentants des banques, 5,70% pour les représentants des actionnaires, 16,23% pour les anciens cadres dirigeants et 0,88% respectivement pour les représentants du personnel et des Institutions d'assurance.

Structure de propriété

La structure de propriété montre que dans 82% des cas, les deux premiers actionnaires disposent d'un grand pouvoir via leur participation variant entre 50 à 100% au capital de l'entreprise. Le principal ou les principaux actionnaires sont dans 2% de cas l'État, dans 16% de cas des entreprises camerounaises, dans 52% de cas des individus ou familles et dans 30% de cas des entreprises étrangères. Cette catégorisation de la nature du principal ou des principaux actionnaires nous permet de classer les entreprises selon leur structure actionnariale. Ainsi, notre échantillon est constitué à 50% par des entreprises familiales (lorsque le premier grand actionnaire est une personne ou une famille), à 42% les entreprises contrôlées (lorsque le plus grand actionnaire est une entreprise locale ou étrangère) et à 8% les entreprises managériales (lorsqu'on ne peut pas identifier le plus grand actionnaire à cause du capital reparté en parts égales entre les actionnaires). Elles sont à 18% les groupes, 22% des filiales et à 60% les sociétés indépendantes.

Entreprises à taille et à secteurs d'activités relativement variés

La taille moyenne des firmes ayant changé de dirigeant peut être évaluée par plusieurs indicateurs portant sur l'année de changement. 42% ont un chiffre d'affaires de moins d'un milliard, par contre 22% ont entre un et cinq milliards, 24% entre cinq et dix milliards et 12% supérieur ou égale à dix milliards. 66% ont un effectif de cadres variant entre 2 et 10 ; par contre, 20 % ont entre 10 et 20, 12% entre 20 et 30 et enfin 2% ayant un effectif de cadres supérieur ou égale à 30. Par rapport au nombre d'employés, plus de 48% ont un effectif de personnel entre 10 et 50 ; par contre, 22% en n'ont entre 50 et 100, 18% entre 100 et 400, 12% un effectif au-delà de 400 employés. En moyenne, les entreprises de l'échantillon ont 2 786 738 000 francs CFA de chiffre d'affaires, un effectif de 9,42 cadres, un effectif de 117,5 employés et un actif total moyen de 3 176 357 892 FCFA.

Parmi ces entreprises, 28% d'entre- elles exercent dans le secteur industriel et agricole, 14% dans le secteur commercial et 58% dans le secteur des services.

Entreprises relativement sous performantes

Les indicateurs de performance montrent que les sociétés ayant procédé à un changement du dirigeant ont à 66% connu une baisse de leur performance entre l'année de changement et l'année précédente. La variation de la performance est dans la majorité des cas négative quelle que soit la mesure utilisée. Par rapport à la performance du secteur, 39% des dirigeants promus déclarent que leur performance était en hausse par rapport à celle du secteur,

pour 20% de dirigeants, elle était identique et pour 41% en baisse.

ii) Caractéristiques de l'environnement des entreprises ayant changé de dirigeant

Nous avons appréhendé l'environnement de l'entreprise à travers sa variabilité et sa complexité.

La complexité de l'environnement

Pour ce qui est de la complexité commerciale, nous constatons que 72% des dirigeants, juste après leur nomination ont déclaré ne pas avoir à craindre de l'environnement pour la survie de leur entreprise ; par contre, 28% le sont en permanence. 70% des dirigeants ont déclaré qu'il n'y avait pas de la place pour toutes les entreprises sur le marché et 56% considèrent qu'il n'était pas très difficile de se maintenir sur le marché. 60% des dirigeants déclarent que leur entreprise n'avait pas une position dominante sur le marché, mais qu'elles étaient soumises au fonctionnement du marché ; par contre, pour 40% des dirigeants, c'est leur entreprise qui fixait les règles.

Pour ce qui est de la complexité technologique de production utilisée dans les entreprises, 38% des dirigeants trouvent que c'est trop simple, 30% trouvent que c'est moyen et 32% par contre trouvent que c'est très sophistiquée. En ce qui concerne la complexité scientifique de gestion, 38% des dirigeants trouvent que le niveau de connaissances pour diriger leur entreprise est d'un haut niveau scientifique, 50% trouvent que c'est moyen et 12% trouvent que c'est rudimentaire. En ce qui concerne la complexité scientifique du matériel de production, 38% des dirigeants trouvent que les techniques de production utilisées étaient très homogènes, 26% trouvent que c'étaient moyennes et 36% très diverses ou hétérogènes.

Pour notre analyse, l'utilisation de la méthode des scores nous permet d'obtenir la catégorisation finale composée de 38% d'entreprises appartenant à un environnement très complexe, 30% à un environnement moyennement complexe et 32% à un environnement simple.

La variabilité de l'environnement

Selon le critère de la variabilité, 42% des dirigeants promus trouvent que leur environnement était stable ou sans changement ; pour 28%, leur environnement était moyennement changeant et pour 40%, l'environnement était dynamique ou très instable.

iii) Caractéristiques portant sur le départ et le prédécesseur

Sur plusieurs raisons qui peuvent justifier le départ d'un dirigeant dans une entreprise, nous constatons que pour 22% de dirigeants, la raison évoquée est un changement du statut de l'entreprise. Pour les autres, la raison avancée est le départ à la retraite ou l'atteinte de la limite d'âge qui est de 65 ans (14%), le décès du dirigeant (8%), une maladie (8%), une autre opportunité professionnelle (6%), une mauvaise gestion (4%), un non renouvellement du mandat (12%), des raisons personnelles (8%), un changement de poste au sein de l'entreprise (4%) et 14% sont sans raison. Pour nos analyses, l'utilisation de la méthode des scores nous permet de retenir pour notre recherche 20% de départs « subis », 68% de départs « forcés » et 12% de départ à la retraite. En examinant la nature de départ en fonction des secteurs d'activité, on note que quel que soit le secteur, plus de la moitié des départs de dirigeants a été forcé. Les départs à la retraite quant à eux

sont repartis équitablement dans le secteur « industriel et/ou agricole » et le secteur des services. Dans le secteur commercial, nous ne notons aucun départ à la retraite et nous présumons que la précarité des fonctions de direction est notoire et c'est ce qui explique les 71,4% des départs forcés des dirigeants dans ce secteur.

Près de 48% de départ des dirigeants ont été initiés par le conseil d'administration, 26% par l'assemblée générale des actionnaires, 2% par le principal actionnaire et 24% provient de la décision personnelle ou du décès d'un dirigeant. À leur départ 34% avaient le titre de Directeur Général, 10% le titre du Président du Conseil d'Administration, 24% le titre de Président Directeur Général, 18% le titre d'Administrateur Général et 14% le titre de gérant. À leur départ, seulement 16% avaient dépassé l'âge de la retraite (65 ans), 54% avaient entre 55 et 65 ans et 30% avaient moins de 55 ans. Ils avaient à 64% nationalité étrangère.

3.2. L'impact du changement de dirigeant sur la valeur dans les entreprises camerounaises : résultat d'étude d'évènement

Le résultat présenté dans le tableau 4 obtenu sur la base de l'étude d'évènement sur l'horizon temporel que nous avons choisi montre que la modification de l'équipe dirigeante prise de manière isolée (c'est-à-dire sans prendre en considération les autres variables caractérisant l'entreprise au moment de cette modification) a en moyenne un effet global négatif. Cet effet est statistiquement significatif sur la valeur des entreprises concernées quel que soit l'indicateur de mesure de la rentabilité utilisé. Ce résultat confirme bien l'hypothèse H_1 attestant l'effet défavorable du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise. Ce qui est conforme aux études antérieures

(Pigé, 1994). Ceci témoigne le fait que changer de dirigeant ne résout pas toujours les problèmes de sous performance dans les entreprises.

Tableau 4 : Significativité des rentabilités anormales moyennes (Test *T* de Student)

	Indicateurs de mesure	
	ROE	ROA
Rentabilité anormale (RA)	-4,41	-1,50
T de Student	4,04	1,65
Significativité	0,003**	0,047*
Nombre d'observations	50	50

(**), (*) : Significatif au seuil respectif de 1% et 5%.

3.3. Analyse de la matrice des corrélations

Le tableau 5 ci-après présente la matrice de corrélation mettant en évidence le degré d'association entre l'impact du changement de dirigeant et les variables décrivant le contexte économique de l'entreprise et la nature de départ du dirigeant.

Tableau 5 : Matrice de corrélation de Pearson

Indicateur de mesure de l'IMPACT		IMPACT	NATD	TAIL	PERF	COMPE	VARI BE
La rentabilité économique	IMPACT	1,00	-,327*	,033	,002	,044	-,340*
	NATD		1,00	-,011	,333**	,033	,043
	TAIL			1,00	-,061	,403**	,068
	PERF				1,00	-,240*	-,063
	COMPE					1,00	-,051
	VARI BE						1,00
La rentabilité des capitaux propres	IMPACT	1,000	-,125	-,271*	-,010	-,288*	-,022
	NATD		1,00	-,011	,333**	,033	,043
	TAIL			1,00	-,061	,403**	,068
	PERF				1,00	-,240*	-,063

	COMPE					1,00	-,051
	VARIBE						1,00

**, * : significatif au seuil de 1%, 5%

L'examen de cette matrice de corrélations nous montre qu'il existe d'une part des relations significatives entre l'impact du changement de dirigeant sur la valeur de l'entreprise (*IMPACT*) et les variables décrivant le contexte économique de l'entreprise et la nature de départ ; et d'autre part entre les différentes variables explicatives. On peut dès lors faire le constat ci-après : la nature de départ du dirigeant en place influence négativement la valeur de l'entreprise après le départ du dirigeant. Cette influence est significative au seuil de 5% si l'impact est mesuré par la rentabilité économique.

En ce qui concerne la taille de l'entreprise, nous constatons qu'elle exerce une influence négative et significative au seuil de 5% sur l'impact du départ du changement de dirigeant si cet impact est mesuré par la rentabilité économique. Contrairement à ce résultat, Friedman et Singh (1989), Lubatkin et al. (1989) et Finet et Labelle (2003) n'ont pas trouvé dans leurs études un coefficient de corrélation significatif entre la taille et l'impact.

La performance de l'entreprise avant le départ du prédécesseur influence négativement l'impact du changement de dirigeant. Toutefois, cette influence est non significative au seuil de 10%. Ce résultat va dans le même sens que les prédictions de la théorie de l'agence. Ce résultat montre que plus le dirigeant est inefficent (s'il réalise une mauvaise performance), plus son départ sera plus avantageux pour les actionnaires, conformément à ce qu'avance la théorie de l'agence. Il faut tout de même noter

que Friedman et Singh (1989), Lubatkin et al. (1989) et Finet et Labelle (2003) ont trouvé dans leurs études un coefficient de corrélation positif et significatif entre la performance et l'impact.

Pour ce qui concerne les dimensions de l'environnement, on constate que la complexité et la variabilité de l'environnement ont une influence négative sur l'impact en cas de départ d'un dirigeant. Ces corrélations sont significatives au seuil de 5% si respectivement, l'impact est mesuré par la rentabilité des capitaux propres et par la rentabilité économique.

Il importe dès lors de signaler que tous les coefficients de corrélations sont inférieurs à 0,8 qui correspond à la limite fixée par Kennedy (1985) et à partir de laquelle on commence généralement à avoir des problèmes sérieux de multi colinéarité. Ce qui nous conduit à conclure l'absence de problème sérieux de multi colinéarité entre les variables.

3.4. Analyse des tests de comparaison

i) Analyse de l'impact du changement du dirigeant en fonction de la nature du départ

Trois types de départ ont été examinés dans la littérature : les départs subis par le conseil d'administration (c'est-à-dire ceux qui ne sont pas sur l'initiative du conseil d'administration), les départs « forcés » et les départs à la retraite. Le test de comparaison des effets du changement de dirigeant en fonction de la nature de départ est présenté dans le tableau 6 suivant.

Tableau 6: Différence de l'impact en fonction de la nature du départ (Test de Kruskal-Wallis)

Catégories	N	Rang moyen	Sig. de la différence de moyenne
Départ « subi »	10	40,70	
Départ « forcé »	34	19,91	
Départ à la retraite	6	31,83	
Statistique Z		-4,061**	0,000

Significatif au seuil de 1 %

En observant ce tableau, on constate que le départ « subi » d'un dirigeant est plus défavorable qu'un départ à la retraite et que le départ à la retraite est plus défavorable que celui d'un départ « forcé » et l'écart est significatif au seuil de 1%. Ce résultat montre que le conseil d'administration ou l'assemblée générale des actionnaires ne pourra provoquer le départ du dirigeant que si celui-ci est dans l'intérêt des parties prenantes. Il révoque le dirigeant incompetent pour le remplacer par un autre ayant un capital humain qui générera plus de la valeur. En ce qui concerne les départs « subis », la décision de départ n'est pas prise par le conseil d'administration, ni par l'assemblée générale des actionnaires. La probabilité de trouver un bon dirigeant alternatif sur le marché de travail managérial susceptible de remplacer le dirigeant partant est moindre que si le conseil avait choisi la date de départ du prédécesseur. Ce qui justifie la prédominance de l'effet négatif du départ « subi » d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise. Pour le cas des départs à la retraite, ils sont anticipés par le conseil d'administration ou par l'assemblée générale des actionnaires. Le conseil dispose nécessairement du temps pour chercher un remplaçant disposant du même capital humain que le prédécesseur. Dans l'ensemble, ce résultat

suggère que l'impact du départ d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise peut varier selon la nature du départ de ce dernier. Ce résultat confirme celui trouvé par Dherment-Ferere (1996) et nous permet de valider notre hypothèse **H2**.

ii) Analyse de l'impact du changement de dirigeant en fonction du contexte économique de l'entreprise

Nous avons considéré comme variables de contexte, la taille de l'entreprise, la performance de l'entreprise avant le changement et l'environnement de l'entreprise. Il s'agira de faire une comparaison des effets produits sur la valeur de l'entreprise suite au départ en fonction des variables de contexte

• La taille de l'entreprise

Les résultats obtenus dans le tableau 7 suivant montrent que l'impact d'un départ du dirigeant dans les entreprises de petite taille est plus défavorable à celui observé dans celles de grande taille. Cet écart est significatif au seuil de 10%. Ce résultat est conforme à notre hypothèse **H3**. L'argument avancé pour soutenir ce résultat est que le départ d'un dirigeant est plus perturbateur dans les entreprises de petite taille parce que la réussite d'une *PME* est fortement liée à la personnalité de son dirigeant. Ses relations avec les agents internes et externes à l'organisation sont plus personnalisées et directes que dans le cas d'une entreprise de grande taille. À contrario, les entreprises de grande taille, dispose d'une équipe dirigeante importante par rapport à une petite entreprise. Selon Dalton et Kesner (1983), les grandes entreprises ont plus d'opportunité de formation et de développement de leurs cadres supérieurs que les petites firmes. Des nombreux départements existant au sein d'une grande entreprise offrent aux cadres des possibilités diverses et variées leur permettant d'acquérir une

expérience riche alors qu'une petite entreprise n'offre pas ces possibilités.

Tableau n°7 : Différence de l'impact selon la taille de l'entreprise (Test *U* de Mann-Whitney)

Catégories	N	Rang moyen	Sig. de la différence des moyennes
Petite taille	24	40,70	
Grande taille	26	19,91	
Statistique Z		-4,583*	0,056

*. Significatif au seuil de 10 %

• **La performance de l'entreprise avant le changement**

Nous avons vu que la performance reflète la valeur des compétences managériales du dirigeant en place et la perte en capital humain supportée par les actionnaires en cas de départ de celui-ci. La comparaison de l'impact de départ d'un dirigeant en fonction du niveau de performance de l'entreprise présenter dans le tableau n°8 ci-dessous montre que le départ d'un dirigeant dans les entreprises hautement performantes est plus destructeur de la valeur que celui observé dans les entreprises faiblement performantes. Dans les firmes faiblement performantes, le dirigeant n'a pas été capable de mener à bien la gestion de l'entreprise et il est dans l'intérêt des actionnaires de le remplacer. Toute fois la différence d'impact entre les deux sous échantillons n'est pas significativement différente de zéro. Bien que ces conclusions aillent dans le même sens que l'hypothèse **H₄**, il ne nous permet pas cependant de valider cette hypothèse. Weisbach (1988) et Cannella et Hambrick (1993) ont trouvé le même résultat dans leurs études.

Tableau n°8 : Différence de l'impact en fonction du niveau de performance de l'entreprise (Test *U* de Mann et Whitney)

Catégories	N	Rang moyen	Sig. de la différence des moyennes
Entreprise faiblement performante	33	24,71	
Entreprise hautement performante	17	27,03	
Statistique Z		-4,570	0,568

• **Analyse de l'impact en fonction des dimensions de l'environnement de l'entreprise**

Il convient de rappeler que la mesure des dimensions de l'environnement (complexité et variabilité) est subjective et repose sur la perception qu'ont les dirigeants interrogés sur leur environnement. L'impact du changement d'un dirigeant peut varier en fonction de ces caractéristiques.

En ce qui concerne la complexité de l'environnement, le test de comparaison présenté dans le tableau n°9 ci-dessous montre que les départs effectués dans les entreprises appartenant à un environnement très complexe sont plus destructeurs de la valeur que ceux observés dans les entreprises appartenant à un environnement simple. La différence d'impact du changement entre les deux sous échantillons est significativement différente de zéro au seuil de 10%. Pour effectuer ce test de comparaison, nous avons tenu compte que des départs effectués dans les entreprises appartenant à un environnement très complexe et ceux effectués dans les entreprises appartenant à un environnement simple. Donc les sous échantillons pour ces deux cas extrêmes sont respectivement constitués de 19 et 16 observations.

Tableau n°9 : Différence d'impact en fonction de la complexité de l'environnement de l'entreprise (Test *U* de Mann et Whitney)

Catégories	N	Rang Moyen	Sig. de la différence des moyennes
Environnement très complexe	19	20,76	
Environnement simple	16	14,72	
Statistique Z		-1,851	0,064

*. Significatif au seuil de 5 %

En ce qui concerne la variabilité de l'environnement, le test de comparaison présenté dans le tableau n°10 ci-dessous montre que les départs effectués dans les entreprises appartenant à un environnement instable sont plus destructeurs de la valeur que ceux observés dans les entreprises appartenant à un environnement stable. La différence est significative au seuil de 5%. Le sous échantillon des entreprises appartenant à un environnement moyennement changeant victime du départ de leur dirigeant a été ignoré. Ceci pour ne retenir que des cas extrêmes composés du sous échantillon des entreprises appartenant à un environnement instable et celui des entreprises appartenant à un environnement stable.

Tableau 10 : Différence d'impact en fonction du degré de variabilité de l'environnement de l'entreprise (Test *U* de Mann et Whitney)

Catégories	N	Rang moyen	Sig. de la différence des moyennes
Dynamique ou très instable	20	25,15	
Stable ou sans changement	21	17,05	
Statistique Z		-2,309	0,021

*. Significatif au seuil de 5 %

Les résultats sur la distinction de l'impact du changement d'un dirigeant en fonction des dimensions de l'environnement sont conformes à nos hypothèses **H₅** et **H₆**. L'évaluation de la performance du dirigeant relativement à celle des autres dirigeants du marché est d'autant plus précise si l'entreprise appartient à un environnement moins complexe et/ou stable ; donc le risque de renvoyer un dirigeant compétent est moins grand. Les compétences spécifiques à la firme dont dispose le dirigeant partant sont d'autant plus faciles à remplacer lorsque l'entreprise appartient à un environnement moins complexe ou stable.

4. Enseignement managérial de l'étude

Les résultats enregistrés dans cette étude épousent le cadre de la théorie de l'enracinement. D'une part, la théorie de l'enracinement nous apprend qu'une partie de la valeur du capital humain du dirigeant en place sera perdue en cas de départ de celui-ci. Le tissu économique des entreprises camerounaises est constitué essentiellement des *PME* donc le capital est détenu majoritairement ou totalement par leurs dirigeants. Ce gros pourcentage du capital détenu par le dirigeant neutralise toute l'efficacité du changement de dirigeant tel que prédit par la théorie de l'agence. Cependant, on observe tout de même que, le dirigeant, en cherchant à se constituer des réseaux relationnels, accroît son capital social. L'entreprise en bénéficie à travers soit de meilleures performances commerciales (le dirigeant obtient plus facilement des commandes grâce à son réseau relationnel) ; soit un meilleur climat social et une plus grande productivité du personnel (le dirigeant jouit d'une forte légitimité interne et à une connaissance approfondie de son entreprise et de son système organisationnel) ; soit encore une meilleure coordination tant interne qu'externe. Ses connaissances spécifiques sont sources des rentes qui

profitent aussi bien à la firme qu'aux actionnaires et à eux-mêmes. À leur départ, leur capital humain spécifique à la firme ne sera pas toujours détenu par le successeur. Ce manque à gagner représente la valeur d'enracinement du dirigeant. Son remplacement génère donc des coûts pour les actionnaires, que l'on peut appeler « coûts d'enracinement ». Les résultats de cette étude suggèrent que conseil d'administration pourra s'appuyer sur les variables liées au contexte économique de l'entreprise et à la nature de départ du prédécesseur pour minimiser les coûts du changement de dirigeant.

Conclusion

Dans le cadre de cet article, nous avons analysé l'effet du contexte économique de l'entreprise et de la nature de départ d'un dirigeant sur l'effet du changement d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise. L'étude menée sur un échantillon d'entreprises camerounaises non cotées sur la période 1990-2004 montre que l'impact du départ d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise est négatif et significatif. Toutefois, cet impact varie significativement avec la nature du départ du prédécesseur (départ forcé, départ subi et départ à la retraite) et avec le contexte économique de l'entreprise (taille, performance, environnement). En général, les résultats montrent que la nature de départ du dirigeant, la taille de l'entreprise et l'environnement de l'entreprise ont un effet négatif sur l'impact du changement de dirigeant. Ces résultats suggèrent d'une part que l'impact négatif du changement de dirigeant est atténué si le départ du dirigeant est normal (retraite) ou forcé, si l'entreprise est de grande taille, ou si l'entreprise appartient à un environnement stable ou peu complexe. D'autre part, cet impact négatif est amplifié dans les entreprises de petite taille, dans les entreprises

appartenant dans un environnement très complexe ou très instable, ou encore si le départ du dirigeant est subi par le conseil d'administration. Pris ensemble, ces résultats illustrent bien le rôle primordial joué par la nature de départ du dirigeant et le contexte économique de l'entreprise sur l'impact du changement d'un dirigeant. Ceci s'avère utile pour les entreprises désireuses de modifier leur équipe dirigeante en vue de préserver leur pérennité. Ces entreprises devraient ainsi instaurer un système de gouvernance d'entreprise qui puisse tenir compte de la nature de départ du dirigeant et du contexte économique de l'entreprise afin de prendre des décisions de modification de l'équipe dirigeante dans l'intérêt des actionnaires.

Dans l'ensemble, il apparaît que les suggestions de la théorie d'enracinement pourraient expliquer en grande partie les résultats enregistrés dans cette recherche.

Plusieurs obstacles confrontés lors de cette étude (la pertinence des données utilisées et des difficultés d'ordre méthodologique) limitent la généralisation des résultats obtenus.

Les données primaires qui ont été obtenues grâce à un questionnaire rétrospectif soulèvent deux biais importants : l'oubli et la rationalisation *a posteriori*. Dans le premier cas la personne interrogée peut ne pas se souvenir de certains événements, soit de façon intentionnelle (elle ne veut pas s'en souvenir), soit de façon non intentionnelle (le phénomène fait référence à un fait non marquant qu'elle a oublié). Dans le deuxième cas, la rationalisation peut aussi être intentionnelle (volonté de présenter les choses sous un angle positif) ou non (« mise en ordre » inconsciente). Ces deux biais nous ont amené à mettre en doute l'utilisation d'un questionnaire rétrospectif même si les limites supposées ont été fortement discutées. Pour ce qui sont des données secondaires nécessaires à cette recherche, elles

soulèvent également deux types de problèmes : l'accessibilité et la validité. Le problème d'accessibilité a été très aigu du moment où nous étions dans l'impossibilité absolue d'obtenir les données nécessaires sur l'ensemble des entreprises ayant répondu au questionnaire et nous avons pensé que ces données n'étaient pas conservées ou qu'elles étaient tout simplement introuvables ou même encore qu'elles étaient refusées (plus ou moins explicitement). Pour certaines données que nous avons pu obtenir, il s'est posé un problème de validité des documents. Ce problème nous a permis de penser à la finalité du document et donc sur les biais qu'a pu y introduire, volontairement ou non son rédacteur. Pour cela nous avons replacé le document dans le contexte dans lequel il a été conçu du moment où le mode de calcul de certains indices avait changé.

Une autre difficulté majeure pour une telle recherche consiste à isoler l'événement des autres causes de variation possible de la valeur de l'entreprise. Ce qui est pratiquement impossible pour les entreprises ne faisant pas l'objet d'une cotation boursière. Pourtant dans les entreprises cotées, conformément à l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, le cours s'ajuste instantanément et intégralement à la date d'annonce d'un événement, ainsi, prendre des dates ultérieures conduirait à une absence d'impact, car l'information aurait déjà été intégrée dans le cours. La spécificité des entreprises non cotées est que la fenêtre d'événement est très longue ; car l'évaluation des indicateurs de mesure de l'impact est annuelle. Ce qui traduit que l'impact du changement d'un dirigeant sur la valeur obtenue dans cette étude peut être trompeur ; car il peut être affecté par un ou plusieurs autres événements survenus la même année dans une entreprise et que nous n'étions pas à mesure d'isoler.

D'un autre point de vue, la taille de notre échantillon et sa nature (entreprises non cotées) nous impose d'être prudents sur une généralisation possible des résultats aux entreprises faisant appel à l'épargne public.

Pour un prolongement de ce travail, nous pourrions par exemple, sur un échantillon plus important, distinguer l'impact de changement de dirigeant fonction des caractéristiques du successeur et de la nomination, ou encore intégrer d'autres variables liées au contexte de l'entreprise.

Malgré tout, cette étude apporte une première série de réponses sur les effets de départ d'un dirigeant sur la valeur de l'entreprise, ainsi que sur les effets modérateurs des variables issues du contexte de l'entreprise et de la nature de départ du dirigeant en place. Elle peut donc être considérée comme une des pistes permettant d'approfondir les recherches sur l'analyse des effets du changement de dirigeant sur la valeur des entreprises africaines et plus particulièrement camerounaises.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BANCEL F. (1999),
« Redéfinir la notion de création de valeur », *Les Echos de la recherche*, n° 1, Avril, p. 1-3.
- BARON R.M. et KENNY D.A. (1986),
« The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 51, n° 6, p. 1173-1182.
- CANNELLA A. A. et HAMBRICK D. C. (1993),
« Effect of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms », *The Academy of management Journal*, Best paper proceedings, p. 111-115.

- CHARREAUX G. (1996),
« Pour une véritable théorie de la latitude managériale du gouvernement d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, n° 111, p. 50-64.
- DALTON D.R. et KESNER I. F. (1983),
« Inside/Outside Succession and Organisational Size: the Pragmatics of Executive Replacement », *The Academy of Management Journal*, Vol. 26, n° 4, December, pp. 736-742.
- DHERMENT-FERERE I. (1996),
Changements de dirigeants et richesse des actionnaires : le cas des présidents des sociétés françaises cotées, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Droit, d'Economie et des Sciences d'Aix Marseille III, 291p.
- FINET A. et LABELLE R. (2003),
« Analyse des effets boursiers suite au changement de dirigeants : le cas des entreprises de la NASDAQ et de l'OTC depuis Mars 2000 », Communication au colloque de l'Association Francophone de Comptabilité, Louvain-la-Neuve, Mai, 29 p.
- FRIEDMAN S. D. et SINGH (1989),
«CEO Succession and Stockholder Reaction: The influence of Organizational Context and EventContent», *The Academy of Management Journal*, Vol. 32, n° 4, December, p. 718-744.
- KENNEDY P. (1985),
A guide to Econometrics, second edition, The MIT Press, Cambridge.
- LUBATKING M. H., CHUNG K. H., ROGERS R. C. et OWERS J. C. (1989),
«Stockholder Reactions to CEO changes in Large Corporations », *The academy of Management Journal*, Vol. 32, n° 1, March, p. 47-68.

- LUCIER C., KOCOUREK P. et HABBEL R., (2006), « CEO Succession 2005, The Crest of the Wave », *Strategy Business*, n° 43, p. 218-234.
- PIGÉ B. (1994),
« Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants ? », Journée Internationale de L'AFFI, 23,24 et 25 juin, Tunis.
- PIGÉ B. (1997),
« Les systèmes d'incitation à la performance : Rémunération et Révocation des dirigeants », in *Le Gouvernement des Entreprises*, Edition Gérard CHARREAUX, Economica, p. 241-271.
- WEISBACH M. S. (1988),
«Outside Director and CEO Turnover», *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 431-460.