

[Page de garde]



**HEC MONTRÉAL**

**Est-ce que les réactions des actionnaires à la nomination du nouveau CEO ont une incidence sur les actions prises au début de son mandat ?  
Évidence des décisions de restructuration pendant la première année.**

**par**

**Mahmoud Aidli**

**Sciences de la gestion  
(Option Stratégie)**

*Mémoire présenté en vue de l'obtention  
du grade de maîtrise ès sciences en gestion  
(M. Sc.)*

Avril 2020

© Mahmoud Aidli, 2020



## Résumé

Dans ce travail, on analyse l'impact de la réaction des actionnaires à la suite de l'annonce du changement du CEO sur le nombre d'acquisitions et de désinvestissements pendant la première année de son mandat.

Dans le cadre de la théorie comportementale d'agence (behavioral agency theory), nous soutenons qu'un nouveau CEO utiliserait les réactions des actionnaires à la suite de son annonce comme point de référence pour lui. Nous soutenons aussi que cela a un impact sur le risque qu'il prendra dans les décisions qui touchent les restructurations et la croissance de sa firme au début de son mandat.

Nous nous attendons à ce que le nouveau CEO soit prêt à prendre plus de risque si les attentes des actionnaires ne sont pas favorables et qu'il s'engage donc dans plus d'acquisitions et de désinvestissements. Cet effet devrait être moins fort si le CEO n'est pas étranger, s'il est issu de l'entreprise et si cette dernière a plus de ressources (slack).

Notre échantillon se compose de 647 changements de CEOs dans 22 pays et couvre la période allant de 2003 à 2015. Les résultats confirment notre hypothèse. Une réaction négative des actionnaires a un effet positif sur le nombre de restructurations faites par le nouveau CEO pendant sa première année. En outre, les ressources excédentaires de la firme diminuent cet effet négatif sur le nombre d'acquisitions et de désinvestissements. Elles permettent d'absorber le mécontentement du marché.

**Mots clés :** Changement du CEO, restructurations, acquisitions, désinvestissements, ressources excédentaires, CEO externe, CEO étranger, théorie comportementale d'agence, point de référence.



## Abstract

In this paper, we analyze the impact of shareholders' reactions to the announcement of the appointment of a new CEO on the number of acquisitions and divestitures during the first year of her mandate.

Within a behavioral agency framework, we assume that a new CEO will use shareholder reactions at her announcement as a reference point, having an impact on the risk-taking that she incurs in restructuring and growth decisions at the beginning of her tenure. We argue that a CEO is ready to incur more risk and announce more acquisition and divestiture deals at the beginning of her term only if shareholder expectations are less favorable. This effect should be less strong for insider CEOs, that is, those that are local and were appointed from within the organization, and for firms with resource slack.

Our sample consists of 647 CEOs turnovers in 22 countries and covers the period from 2003 to 2015. The results confirm our hypothesis. A negative shareholder reaction has a positive effect on the number of restructurings made by the new CEO in her first year. In addition, the company's slack resources reduce this negative effect on the number of acquisitions and divestments.

**Keywords:** CEO turnover, restructuring, acquisitions, divestitures, slack, external CEO, foreign CEO, behavioural agency theory, reference point.



# Table des matières

<b>Résumé.....</b>	<b>iv</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>v</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>vii</b>
<b>Liste des tableaux et des figures.....</b>	<b>xi</b>
<b>Liste des abréviations.....</b>	<b>xiii</b>
<b>Avant-propos.....</b>	<b>x</b>
<b>Remerciements.....</b>	<b>xvii</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 1 [Revue de la littérature] .....</b>	<b>5</b>
1.1 Le CEO et la firme.....	5
1.1.1 L'importance du CEO dans la formulation et l'implémentation de la stratégie....	5
1.1.2 Les nouveaux CEOs et les restructurations.....	6
1.1.3 Le cycle de vie d'un mandat de CEO.....	7
1.1.4 La particularité de la première année.....	7
1.1.5 La réputation du CEO.....	9
1.1.6 Comment le changement managérial est-il modifié ?.....	10
1.1.7 Les perspectives de la succession des CEOs.....	12
1.1.8 La réaction du marché suite au changement du CEO .....	13
1.1.9 Est-ce que les CEOs écoutent les réactions du marché ?.....	14
1.1.10 Les types de succession.....	15
1.2 La théorie d'agence.....	16
1.2.1 La théorie comportementale d'agence.....	17
1.2.2 Les intérêts des actionnaires et la composition du conseil d'administration.....	18

1.3	Les activités de restructuration et la prise de risque par les CEOs.....	19
1.3.1	Acquisitions, désinvestissements et risques .....	19
1.3.2	La réaction des actionnaires face aux annonces de restructurations.....	20
1.3.3	La richesse créée par les restructurations.....	21
1.3.4	Les raisons qui poussent les CEOs à faire des restructurations.....	22
	<b>Chapitre 2 [Les hypothèses de notre recherche].....</b>	<b>23</b>
2.1	Première catégorie : Le CEO ‘outgroup ‘ (Le CEO externe et étranger) .....	24
2.2	Deuxième catégorie : Les ressources excédentaires de l’entreprise ‘slack’ .....	27
	<b>Chapitre 3 [Méthodologie].....</b>	<b>29</b>
3.1	Échantillon.....	29
3.2	La méthode utilisée.....	29
3.3	Les variables utilisées.....	30
3.3.1	La variable dépendante .....	30
3.3.2	Les variables indépendantes.....	31
3.3.3	Les variables de contrôle.....	34
3.3.3.1	Les variables liées au CEO.....	34
3.3.3.2	Les variables liées à l’entreprise.....	35
3.3.3.3	Les variables liées au conseil d’administration.....	38
3.3.3.4	Les variables liées au pays.....	39
	<b>Chapitre 4 [Résultats].....</b>	<b>40</b>
4.1	Acquisitions.....	40
4.2	Désinvestissements.....	41
4.3	Signification des figures.....	43
4.4	Tests de robustesse .....	44
4.4.1	Sensibilité de la spécification de la variable indépendante .....	44

4.4.2 Sensibilité de la spécification de la variable dépendante .....	45
4.5 Signification économique.....	46
<b>Chapitre 5 [Discussion et conclusion].....</b>	<b>47</b>
5.1 Résumé .....	47
5.2 Contributions.....	48
5.3 Limites et avenue de recherche.....	49
5.4 Implications managériales .....	50
<b>Bibliographie.....</b>	<b>53</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>i</b>



# **Liste des tableaux, des figures et appendices**

## **Liste des tableaux**

Tableau 1 : Statistiques descriptives et corrélations

Tableau 2 : Régression des acquisitions

Tableau 3 : Régression des désinvestissements

Tableau 4 : Test de robustesse -acquisitions

Tableau 5 : Test de robustesse – désinvestissements

Tableau 6 : Effet marginal- acquisitions

Tableau 7 : Effet marginal-désinvestissements

## **Liste des figures**

Figure 1: L'effet marginal de la liquidité sur le nombre d'acquisitions de contrôle

Figure 2: L'effet marginal de la liquidité sur le nombre de désinvestissements de contrôle

Figure 3 : La distribution des attentes des actionnaires à la suite du changement du CEO

## **Liste des appendices**

Appendice 1 : La répartition des pays dans notre échantillon

Appendice 2 : Données liées aux acquisitions

Appendice 3 : Données liées aux désinvestissements

Appendice 4 : Données liées aux CEOs de l'étranger

Appendice 5 : Données liées aux CEOs de l'externe

Appendice 6 : La répartition des nationalités des CEOs

Appendice 7: Données relatives à la réaction des actionnaires

Appendice 8 : Signification économique liée aux acquisitions

Appendice 9 : Signification économique liée aux désinvestissements

Appendice 10 : Régression de Poisson-Acquisitions

Appendice 11 : Régression de Poisson-Désinvestissements

## Liste des abréviations

**CEO:** Chief Executive Officer

**CAR:** Cumulative Abnormal Return



## **Avant-propos**

La partie la plus délicate de ce mémoire est le choix du sujet en général et la question de recherche en particulier. Après de longues heures de lecture d'articles et de consultation d'autres travaux qui ont touché au sujet de la gouvernance d'entreprise, le rôle du CEO, les acquisitions et les désinvestissements, nous avons trouvé un thème et une matière qui fructifiera la littérature académique.

Ce sujet me tient particulièrement à cœur, car il traite le rôle du 'chef d'orchestre' de l'organisation dans la définition de sa stratégie, ce qui me rappelle mon premier cours de stratégie à HEC Montréal.

Bonne lecture !



## Remerciements

Tout d'abord, je tiens à remercier Madame Marie -Ann Betschinger, Professeure agrégée au département de management à HEC Montréal pour son aide précieuse, sa patience, sa disponibilité et ses conseils. Son encadrement minutieux m'a aidé à terminer mon travail dans les meilleures des conditions.

Je ne peux pas oublier l'aide sans limites de ma famille sans laquelle finir mon mémoire aurait été impossible. Vos encouragements lorsque j'étais épuisé étaient ma première source de motivation.

Finalement, je voudrais exprimer ma reconnaissance et ma gratitude envers mes amis pour qui ont cru en moi et qui m'ont aidé à garder le moral durant toute la période de la rédaction.

Encore une fois, merci à toutes et à tous pour votre confiance.

Mahmoud Aidli



## Introduction

Les CEOs, au début de leurs mandats, font face à une grande incertitude et à de nouveaux défis et doivent établir leurs positions. Les décisions qui touchent la croissance et les restructurations sont très risquées pour être prises au début de leurs aventures au sein de la firme. Des variables liées à l'organisation et au CEO en question entrent en jeu pour donner naissance aux actions risquées.

La littérature sur le changement du CEO est importante, le lien entre ce changement et les activités suivantes a été traité pour les acquisitions et notre recherche vise à fructifier ces recherches et à les alimenter en mesurant le nombre des acquisitions et les désinvestissements du nouveau CEO pendant la première année de son mandat.

Certains CEOs prennent un risque alors que d'autres l'évitent. En se référant à la théorie comportementale d'agence (behavioral agency theory), on vise à intégrer la réaction des actionnaires à la nomination du nouveau CEO comme un point de référence pour la volonté du CEO à prendre des risques liés à des décisions stratégiques importantes.

Cette réaction est d'une importance majeure, car leurs opinions ont un impact sur le reste du mandat du CEO. Fraichement élu, il a certainement de nouveaux plans et de nouveaux projets stratégiques comme les acquisitions et les désinvestissements. Mais quand va-t-il prendre le risque? Si l'opération est un succès, le CEO peut beaucoup gagner, mais si ce n'est pas le cas, il pourrait perdre en termes de crédibilité et de réputation devant les actionnaires. Est-ce que sa volonté de faire ces opérations sera donc influencée par la perception initiale de ces derniers ? Quelles sont les variables ou les caractéristiques liées au CEO ou à la firme qui accentueraient ou apaiseraient cette réaction ?

Nous nous intéressons dans ce travail à la première année du mandat du CEO. Quelques nouveaux CEOs prennent le risque de faire des restructurations stratégiques et d'autres n'en font pas et préfèrent se focaliser le volet opérationnel de la firme ou les faire plus tard quand ils auront assez de connaissances, de connexions au sein de l'organisation et

les outils nécessaires pour appliquer leurs idées. C'est une période importante, car il sera observé de près par tout le monde. Les résultats des actions prises par le CEO durant la première année vont décider du succès de son mandat (Dedman,2000).

L'acceptation de ce changement managérial par le marché (les actionnaires) est cruciale pour le nouveau CEO sans laquelle, il sera mis dans une situation problématique dès le début de son mandat. Gibbons et Murphy (1992) ont trouvé que le marché est incertain à propos de l'habileté du nouveau CEO qui essaierait de faire ses preuves et démontrer qu'il a toutes les capacités pour occuper son poste.

### **Question de recherche**

Quel est l'impact de la réaction du marché à la suite de l'annonce de la nomination du nouveau CEO sur le nombre de restructurations pendant la première année de son mandat?

Les actionnaires ont un pouvoir au sein de l'organisation à travers le vote, ils l'exercent sur le conseil d'administration si leurs intérêts sont menacés en prenant des décisions strictes et fermes. Est-ce qu'ils vont vendre leurs parts dans l'entreprise et partir? Ou protester et pousser ainsi le CEO à démissionner ou renoncer aux restructurations? Ou accepter ce choix stratégique?

Au début de son mandat, le nouveau CEO a pour but d'avoir de la légitimité et de conserver son poste. Il est sous le pouvoir discrétionnaire des actionnaires et le conseil d'administration (Shen et Cannella,2002) et fait face à une grande probabilité de mise à pied (Khurana,2001 ; Ocasio,1994). Il manque d'empreinte politique 'political foothold' et dépend des autres managers (Shen and Cannella,2002). Il est donc moins probable de s'engager dans des activités risquées qui menaceraient son poste.

Nous soutenons que les CEOs ne sont prêts à assumer ce risque au début de leurs mandats que s'ils ' n'ont rien à perdre ' c'est-à-dire lorsque le marché a une perception négative de leurs nominations. Cet effet devrait être moins fort si le CEO est issu de l'entreprise, s'il n'est pas étranger ou si l'organisation a plus de ressources excédentaires.

Dans ce mémoire, le nombre de restructurations durant la première année du mandat du nouveau CEO est en fonction des rendements anormaux cumulatifs (CARs) des annonces du changement du CEO et d'autres variables de contrôle liées directement au CEO et à l'entreprise, au conseil d'administration et au pays.

Pour répondre à notre question de recherche, nous avons fait une régression du nombre d'acquisitions et de désinvestissements par rapport à la réaction des actionnaires qui a été obtenue en appliquant la méthode de l'évent study (expliquée en détail dans la section méthodologie).

On a ensuite analysé l'interaction du marché avec la nationalité du CEO, le fait qu'il soit externe et la liquidité de la firme pour confirmer ou infirmer nos hypothèses en intégrant des variables de contrôle liées au nouveau CEO, à la firme, au conseil d'administration et au pays. On cherche à voir l'impact des ressources excédentaires, la différence de nationalité du CEO et le fait qu'il soit externe sur les attentes des actionnaires sur le nombre de restructurations. Ces interactions capturent nos conditions limites 'boundary conditions'.

## **Nos Résultats**

On a trouvé qu'une réaction négative des actionnaires à la suite du changement du CEO augmente le nombre d'acquisitions et de désinvestissements. On n'a pas trouvé que l'effet est plus prononcé pour le CEO de l'externe ni pour le CEO étranger, cependant l'excès des ressources financières de la firme diminue l'effet négatif de ces annonces sur le nombre de ces activités.

## **La contribution de ce travail dans la littérature académique**

Basés sur la théorie comportementale d'agence, nous soutenons que la réaction des actionnaires à l'annonce du CEO peut former un point de référence au début de sa carrière : si cette réaction est négative (positive), elle reflète une perte (gain) et peut mener (limiter) à la recherche de risques (Wiseman et Gomez-Mejia ,1998, Devers, Wiseman et Holmes ,2007, Matta et Mcguire,2008) et devrait donc avoir un effet sur les décisions

organisationnelles qu'il prend au début de son mandat (Wiseman, Gomez-Mejia et Welbourne,2007). Nous ajoutons ainsi conceptuellement et empiriquement un nouveau point de référence à la littérature existante.

En plus, contrairement à Matta et Beamish (2008) qui ont démontré l'importance de l'aversion du CEO au risque à la fin de sa carrière, nous nous concentrons sur le début de carrière du CEO.

Ce sujet apportera aussi de nouvelles contributions à la littérature qui explore les activités de restructuration (Appadu,2018, Kaplan et Weisbach,1992, Weisbach,1994). En particulier nous ajoutons à la littérature qui a étudié le rôle des caractéristiques des CEOs comme moteur des restructurations à l'image des acquisitions (Reus et al., 2018) au sein de la firme.

La perspective comportementale d'agence que nous adoptons dans ce mémoire ajoute une nouvelle dimension dans ce contexte et contribue à résoudre le 'puzzle' en lien avec les raisons qui poussent certains CEOs à effectuer des transactions risquées au début de leurs mandats en dépit de toutes les incertitudes que leurs nouvelles nominations apportent. Nous ajoutons le rôle et l'importance de la réaction du marché au changement du CEO par rapport aux nombres de restructurations. En d'autres termes, cette réaction peut augmenter ou diminuer le nombre de restructurations. En effet, il y a une évidence que le CEO utilise la réaction du marché comme un point de référence lorsqu'ils font des acquisitions (Kumar, Dixit, et Francis, 2014, Worrell, Davidson et Glascock,1993, Furtado et Rozeff,1987).

Notre travail est divisé de la manière suivante : une revue de littérature qui couvre le cadre théorique lié à notre problématique, le développement de nos hypothèses, la méthodologie utilisée et la dernière section couvre l'analyse des résultats, la discussion et la conclusion.

# **Chapitre 1**

## **Revue de la littérature**

Notre revue de littérature se compose de trois parties. La première partie traite le rôle du CEO dans l'implémentation de la stratégie au sein de la firme, sa relation avec les actionnaires, l'importance de la première année de son mandat, sa réputation et les retombées de son changement sur l'organisation. Dans cette partie on se focalise aussi sur le changement du CEO, la réaction du marché à la suite de cet évènement, comment le 'CEO turnover' a changé au fil du temps et si le nouveau manager accorde une importance à la réaction des actionnaires à la suite de l'annonce de sa nomination. La deuxième partie de la revue de littérature est dédiée à la théorie d'agence et la théorie comportementale d'agence. Enfin, la troisième partie se focalise sur les acquisitions et les désinvestissements, la notion du risque et les réactions des actionnaires à ce type d'activité.

### **Partie 1**

#### **1.1 Le CEO et la firme**

Le CEO est considéré comme le chef d'orchestre de son organisation. C'est lui qui décide de ses orientations stratégiques et ses projets. Sa première année est cruciale pour la réussite de son mandat, car il est observé minutieusement par les actionnaires qui sont considérés comme ses supérieurs hiérarchiques d'où la relation principal-agent selon la théorie d'agence. Le remplacement de la première personne au sein de l'organisation ne peut pas passer inaperçu et aura des conséquences importantes sur les activités de la firme.

##### **1.1.1 L'importance du CEO dans la formulation et l'implémentation de la stratégie**

Parmi les hauts cadres de la firme 'top management', le rôle du CEO est unique (Lange et al.,2015). Il a la responsabilité de définir les actions de la firme c'est-à-dire les opérations internes et externes et la stratégie à long terme. Ses décisions sont marquées

par un caractère discrétionnaire (Crossland et Hambrick,2011) et il est responsable de toutes les décisions tactiques qu'il prend. Il est au sommet de la firme et il influence ses orientations stratégiques.

La théorie de l'Upper Echelon (Hambrick and Mason,1984) aide à prévoir les actions prises par le CEO de la firme en se basant sur la discrétion managériale. Si une bonne discrétion est présente, les caractéristiques managériales seront reflétées dans la stratégie et dans la performance. Si la discrétion est absente, les caractéristiques des exécutifs ne sont plus très importantes.

Un CEO n'a pas une vue complète sur l'environnement de la firme : son champ de vision et ses perceptions sont limités, car il perçoit en faisant une sélection une partie du phénomène dans son champ de vision et finalement, les informations sélectionnées sont interprétées à travers un filtre de valeurs et d'aspects cognitifs. La perception du manager combinée avec ses valeurs aboutit à des décisions stratégiques. L'interprétation de la réalité par les managers est le produit de leurs 'orientations' et cela se traduit dans leurs choix stratégiques qui incluent la prise de risque (Carpenter et al.,2004).

### **1.1.2 Les nouveaux CEOs et les restructurations**

Le changement managérial peut mener à des restructurations importantes. Les nouveaux CEOs ont plus tendance à réaliser des changements pour renforcer leurs réputations à l'interne et à l'externe. Ils sont également plus proactifs dans la collecte d'information sur leur environnement et ils sont plus ouverts aux nouveaux objectifs (Hambrick et Mason, 1984; Miller, 1991, 1993).

Les recherches ont montré que l'augmentation de la concurrence suit habituellement la nomination de nouveaux CEOs (Miller, 1993), qui sont moins susceptibles d'être limités au statu quo (Hambrick et Fukutomi, 1991; Helmich, 1975) ou la logique dominante de l'entreprise (Prahalad et Bettis, 1986).

En plus, les nouveaux CEOs ayant des bases cognitives différentes de leurs prédécesseurs effectuent plus de changements organisationnels après la succession (Ndofor, Priem, Rathburn et Dhir, 2009). De même, Wiersema (1995) fait valoir que les nouveaux CEOs

apportent souvent des perspectives cognitives différentes de celles de leurs prédécesseurs, ce qui augmente la probabilité d'actions stratégiques liées aux activités de restructuration. Un changement managérial et particulièrement lorsqu'il est forcé, indique que le conseil d'administration qui représente les actionnaires veut changer la stratégie d'entreprise. L'approche stratégique de la firme pourrait faire face aux changements lorsqu'un nouveau CEO entrera en fonction (Weisbach,1995). Les successeurs du CEO auront une grande influence sur les décisions subséquentes en matière de production et d'investissement (Beatty et Zajac, 1987).

### **1.1.3 Le cycle de vie d'un mandat de CEO**

La notion temporelle joue un rôle essentiel quand il s'agit d'activités de renouvellement stratégique. Le temps est essentiel à la stratégie, au rendement organisationnel et à la survie, spécialement dans des environnements dynamiques (D'Aveni, Dagnino et Smith, 2010; Eisenhardt et Martin,2000). À titre d'exemple, Eisenhardt et Martin (2000) affirment que 'dans les marchés à grande vitesse où la durée de l'avantage concurrentiel est intrinsèquement imprévisible, le temps est essentiel à la stratégie'.

Par conséquent, le temps est crucial pour déterminer quand le changement stratégique se produit, à quelle fréquence et à quelle vitesse dans quel ordre se déroulent les événements (Huy, 2001; Huy et Mintzberg, 2003).

Notre recherche s'aligne avec les recherches précédentes et considère le temps, dans notre cas les 12 premiers mois suivant le changement du CEO, comme une variable importante pour les restructurations.

### **1.1.4 La particularité de la première année**

Durant les premiers jours, le CEO développe sa légitimité au sein de la firme ainsi que son empreinte. Cela a pour but de nouer des relations avec toutes les parties prenantes de la firme, s'aligner avec les compétences et offrir les possibilités pour démontrer son efficacité comme nouveau leader. Il essaie de véhiculer la meilleure image de lui : il est compétent, et a toutes les qualités requises pour occuper son nouveau poste.

Cette étape de réponse à un mandat se caractérise par un grand engagement du CEO envers son paradigme, une faible connaissance des tâches qu'il a à accomplir, le recours à de différentes sources d'informations, et un faible pouvoir (Hambrick et Fukutomi,1991). Ce manque de connaissances mènera le nouveau CEO à apprendre davantage sur son poste, sa firme et son environnement. Il éprouve un manque au niveau du réseau interne et externe et au niveau de la connaissance de sa firme et son industrie (Wu et al.,2005), ce qui limiterait sa performance et sa capacité à évaluer les risques (Simsek,2007).

Dans le but d'éviter d'être vus comme des CEOs avec un talent limité ce qui pourrait influencer négativement leurs compensations futures et peut-être les pousser à la démission, les CEOs ont des incitatifs pour reporter la bonne performance au début de leurs mandats. Holmstrom (1982) a trouvé que ces incitatifs vont pousser les managers à travailler plus dur pour réaliser une bonne performance. Le CEO va surestimer les bénéfices des premières années de leurs services.

Cette première année est cruciale pour le reste du mandat du CEO par ce qu'il est observé par tout le monde : les actionnaires, la presse d'affaires, les concurrents, les employés et les clients.

On s'intéresse dans notre travail à la première année qui a un impact considérable sur le reste du mandat du CEO. S'il rate les 12 premiers mois, il aura certainement du mal à continuer à exercer ses activités au sein de la firme. La réussite de la première année est essentielle pour le succès du reste du mandat.

La théorie d'agence suggère que plus la relation entre l'agent et le principal est longue plus qu'elle est efficiente (Eisenhardt,1989). Une relation de long terme réduit le risque (sur les agents) de fluctuation de la performance de la firme à cause de facteurs hors de contrôle. Elle permet aussi au principal de détecter le danger moral (Holmstrom,1979).

La durée de la relation est importante entre le principal et l'agent quand il s'agit de l'horizon de carrière du CEO étant donné que les bénéfices d'une relation à long terme pourraient être mis en danger quand le CEO s'approche de la retraite ou de simplement

quitter la firme. Plus il s'approche de la retraite, plus son horizon de carrière se rétrécit. Les implications d'un horizon de carrière court sur la prise de risque sont importantes. Vroom et Pahl (1971) ont trouvé que les CEO âgés sont averses aux risques et favorisent la stabilité de carrière et la sécurité (Hitt et Tyler,1991 ; Wiersema et Bantel,1992) L'âge est vu comme un 'proxy' pour les préoccupations de carrières (Chevalier et Ellison,1999) et a impact sur la prise de risque. Les CEOs les plus âgés sont plus conservateurs en définissant la politique de la firme (Tufano,1996 ; Bertrand et Mullainathan,2003).

### **1.1.5 La réputation du CEO**

Le CEO a une réputation à défendre devant toutes les parties prenantes de la firme et spécialement devant les actionnaires. Il a peur qu'elle soit entachée à la suite des décisions stratégiques qui échoueraient.

Un nombre considérable de recherches suggèrent que les préoccupations de carrières des managers spécialement celles liées à la réputation managériale ont une influence importante sur les investissements de la firme (Scharfstein et Stein,1990 ; Hirshleifer,1993), les managers prendraient des décisions d'investissement nuisibles aux actionnaires, mais bénéfiques pour eux, car ces investissements augmentent leurs réputations. Cette idée sera développée en détail dans la deuxième partie qui traite la théorie d'agence.

Les études antérieures ont montré qu'il existe des bénéfices et des coûts associés à une grande réputation des CEOs. L'association entre l'effet économique des investissements en capitaux de la firme et la réputation des CEOs dépend de la perspective économique que prend le manager. Selon l'hypothèse des passations efficaces (efficient contracting hypothesis), il y a une relation positive entre la réputation du CEO et les effets de richesses des investissements en capital de la firme. Selon cette théorie, les managers construisent leurs réputations avec les acteurs du marché des capitaux (Fama,1980). Les CEOs avec une grande réputation peuvent perdre beaucoup en termes de crédibilité et de compensation future si leurs firmes investissent dans des projets pas rentables.

Contrairement à l'hypothèse citée précédemment, l'hypothèse de 'rent extraction' stipule que les effets de richesse des investissements sont négativement corrélés avec la

réputation des CEOs : les managers ont des incitatifs pour utiliser les investissements de la firme pour construire leurs réputations, mais ces investissements peuvent ne pas être en faveur des actionnaires. Les managers peuvent ainsi se concentrer sur le profit à court terme ce qui faussera leurs décisions d'investissement comme les investissements myopes 'myopic investments' (Narayanan,1985) et le surinvestissement 'over investissement' (Holmstrom et Costa,1986). En plus, les managers peuvent manipuler les informations concernant les investissements (Hirshleifer et Thakor,1992 ; Hirshleifer,1993).

Selon cette même théorie, il existe un côté obscur de la réputation des managers. Malmendier et Tate (2009) ont trouvé que les firmes avec un CEO connu 'star' grâce des récompenses de la presse d'affaires sous performant relativement à leurs performances précédentes. En plus, ces mêmes CEOs considérés comme vedettes passent beaucoup de temps dans des activités publiques et privées en dehors de leurs firmes comme écrire des livres ou siéger dans des conseils d'administration.

En étant la personne clé au sein de l'organisation, la nomination d'un nouveau dirigeant n'est pas une activité ordinaire.

### **1.1.6 Comment le changement managérial est-il modifié ?**

Le changement du CEO a connu des phases en lien avec les grands bouleversements et les innovations auxquels les entreprises, et l'économie en général, font face.

Kaplan et Minton (2008) ont trouvé que la durée des mandats des CEO a diminué : le poste de CEO est beaucoup plus précaire qu'il ne l'était dans le passé. Quand les changements externes sont étudiés, les mandats des CEOs durent moins de 6 ans à partir des années 2000. Les mandats actuels sont plus courts que ceux étudiés dans les travaux académiques précédents des années 1970s,1980s et 1990s. Dans ce sens, Hermalin (2005) a présenté un modèle qui prédit que la vigilance élevée du conseil d'administration est associée à un mandat plus court du CEO et une rémunération plus élevée.

Jenter et Kannan (2015) ont trouvé que le changement du CEO est sensible au rendement de l'industrie et au rendement du marché. Cette sensibilité a augmenté pendant les années 90s relativement aux années 70s et 80s.

Le marché réagit au changement du premier responsable de firme, la presse d'affaires va s'intéresser à cet évènement important et les actionnaires vont soit apprécier cette nouvelle ou s'y opposer dépendamment du contexte. Mais est-ce que le CEO prend en considération cette réaction ? Dans ce mémoire, cette réaction est d'une importance majeure, car elle constitue le point de référence pour le nouveau dirigeant.

Choisir le premier dirigeant de l'organisation n'est pas une tâche facile vu son poids au sein de la firme et les réactions que ça pourrait engendrer. Cette lourdeur de la tâche fait qu'elle soit risquée. La position du CEO est multidimensionnelle (Mintzberg,1973), non programmable (Mintzberg, Raisinghnai, et Theoret,1976) et sujette à des changements contextuels (Miller,1991). Le conseil d'administration pourrait avoir des informations non complètes à propos des valeurs du candidat, son tempérament, son leadership et sa créativité (Zhang,2008).

Il existe deux théories complémentaires concernant le choix du leader de la firme : la théorie du capital humain 'human capital theory' et la théorie d'asymétrie de l'information.

### **La théorie du capital humain**

La théorie du capital humain liée à la sélection du CEO concerne ses capacités et ses expériences accumulées avec le temps (Becker,1964 ; Mincer,1958) qui correspondent aux besoins de la firme (Bailey et Helfat,2003 ; Chen et Hambrick,2012). Ce capital humain varie du générique au spécifique (Becker,1964). Les capacités génériques sont facilement transférables et applicables au sein des industries et des firmes incluant le leadership, l'intelligence et l'acuité stratégique. Les capacités spécifiques concernent la compréhension profonde des ressources de la firme, sa culture et ses acteurs clés (Bailey et Helfat,2003).

Le conseil d'administration recrute un CEO de l'externe parce qu'ils ont besoin d'une nouvelle perspective (Bailey et Helfat,2003). Même s'ils manquent de connaissance spécifique de la firme, les CEOs externes sont plus ouverts d'esprit que les CEOs de l'interne.

## **La théorie de l'asymétrie de l'information**

La théorie de l'asymétrie de l'information (Shen et Cannella,2002 ; Zajac,1990 ; Zhang,2008) ajoute une idée complémentaire sur les raisons qui expliquent pourquoi le CEO externe a des performances extrêmes. Selon cette hypothèse, étant donné que la relation principal-agent (conseil d'administration-CEO) est incertaine, les CEOs sont plus informés que le conseil d'administration à propos de leurs compétences. Les CEOs externes sont plus probables que les CEOs internes de générer de mauvaises surprises. Ils ont aussi une plus grande vraisemblance d'avoir des qualités qui pourraient mener à des performances extraordinaires.

D'autres raisons expliquent pourquoi le CEO de l'externe a un plus grand changement de performance que le CEO interne : ils entreprennent plus de changements stratégiques (Helmich et Brown,1972; Karaevli et Zajac,2013) qui pourraient mener à des changements majeurs de la performance (positifs ou négatifs). En plus, les CEOs externes sont plus ouverts d'esprit concernant la modification de la stratégie (Huson et al.,2004 ; Vancil,1987).

### **1.1.7 Les perspectives de la succession des CEOs**

Il existe trois perspectives concernant la succession des CEOs. La première perspective suggère que la succession représente un moyen de réorganisation de la firme (Friedman et Singh,1989). Le changement du management devrait être vu comme un événement d'adaptation vu que le nouveau CEO va améliorer la performance de la firme en évitant les erreurs que son prédécesseur a faites (Guest,1962). Cette logique est basée sur la notion du 'common sense' qui stipule que la détérioration de la performance mène à un changement managérial ce qui augmentera la performance de la firme par la suite (Lambertides,2009). Suivant cette optique, le marché devrait réagir positivement à un changement du CEO.

La deuxième perspective contredit totalement la première et voit le changement du management comme un événement de perturbation 'disruptive event'. Cette logique développée par Grusky (1963) est basée sur 'le cercle vicieux' : la succession managériale

diminue la performance de la firme, car elle touche les relations dans l'entreprise et le style de supervision (Lambertides,2009). En se basant cette théorie, les investisseurs réagissent négativement au changement managérial.

La troisième perspective, développée par Gamson et Scotch (1964), suggère qu'il n'existe pas de relation entre le changement de CEO et la performance de l'organisation, car c'est un évènement sans conséquence. La rotation du management est un phénomène de bouc émissaire rituel 'ritual scapegoating' (Lambertides,2009) et le marché ne réagit pas à l'annonce de succession.

### **1.1.8 La réaction du marché suite au changement du CEO**

Comme mentionné précédemment, le changement du leader de l'entreprise n'est pas un évènement quelconque. Il est très important alors d'étudier la réaction du marché à cette affaire.

Les résultats des études qui se sont concentrées sur la prévision des réactions du cours boursier de l'entreprise n'ont pas abouti à des résultats similaires. En effet, certaines études ont trouvé que le marché réagit positivement à la suite de l'engagement d'un nouveau CEO de l'externe (Worrell, Davidson et Glascock,1993) alors que d'autres recherches ont trouvé une réaction positive à la suite d'une succession interne (Furtado et Rozeff,1987 ; Worrell et Davidson,1987). En contrepartie, des chercheurs ont abouti à une réaction négative du prix de l'action à la suite d'une succession de l'externe (Warner, Watts, et Wruck,1988).

Bien qu'il n'y ait pas d'accord concernant la réaction de l'action de l'entreprise, elle constitue un repère important pour le conseil d'administration quand il s'agit d'évaluer l'appréciation de ce nouveau CEO par les actionnaires. La réaction du marché est aussi d'une importance majeure pour le CEO, car elle lui sert de point de référence pour la prise de risque liée aux acquisitions et aux désinvestissements.

Le nouveau CEO pourrait vouloir changer la stratégie pour qu'elle s'aligne avec ses ambitions, de sorte qu'elle devienne son enfant. Le marché boursier spéculerait sur les conséquences stratégiques et financières d'avoir un nouveau manager sur l'organisation. C'est une question fondamentale qui est étroitement liée à la confiance des investisseurs

dans l'entreprise. La mission principale du CEO est de maximiser la richesse des actionnaires en prenant des décisions cruciales et importantes. De ce fait, le changement du CEO, quel que soit le motif, constitue un événement très important au sein de la firme.

Un bon exemple qui illustre bien comment les actionnaires interprètent l'information de l'arrivée du nouveau CEO sur la valeur de l'action de la firme est celui du conseil d'administration de la société danoise Vestas, qui est le plus grand producteur d'éoliennes au monde, qui a nommé un nouveau PDG de l'externe en 2013, le Suédois 'Anders Runevad'. Le marché boursier réagit immédiatement à cette nouvelle et le cours des actions grimpe de 11% le jour de l'annonce. Cette situation a été précédée par une situation de turbulence financière, car les investisseurs avaient perdu confiance en l'ancien CEO. En effet, Vestas avait présenté à plusieurs reprises une nouvelle stratégie au public, combinée avec des licenciements importants, arguant que les nouvelles initiatives amélioreraient le résultat net de l'entreprise. Malheureusement, les investisseurs ont été chaque fois déçus que l'entreprise n'a pas à la hauteur des attentes. Cet exemple illustre bien que les actionnaires accordent une grande importance à l'information concernant l'arrivée du nouveau CEO. Cela pourrait être vu comme une bonne ou mauvaise nouvelle selon le contexte et la situation de la firme.

### **1.1.9 Est-ce que les CEOs écoutent les réactions du marché ?**

Deux réponses sont possibles. En effet, Roll (1986) pense que les managers pourraient ignorer les signaux du marché à cause de leurs orgueils. Les managers n'ont pas assez d'évidence pour tirer des leçons de leurs erreurs à cause de leurs arrogances et pourraient ignorer les prix de l'action quand ils offrent une évaluation contraire à leurs idées.

Blanchard et al. (1993) se sont intéressés à ce sujet quand les managers prennent des décisions. Ils ont trouvé que l'évaluation du marché a un rôle limité pour affecter les décisions d'investissement. Luo (2005) a trouvé que les managers s'informent à partir des prix de l'action. Il a conclu que les compagnies qui vont se fusionner extraient les informations tirées du marché pour conclure la transaction. Il a aussi ajouté que les firmes ont intérêt à prendre en compte la réaction du marché surtout que lorsque ce dernier a des informations que l'entreprise n'en a pas.

Bien que certains chercheurs ne pensent pas que la réaction des actionnaires soit importante, elle occupe une place importante dans notre mémoire vu qu'elle constitue le point de référence pour les nouveaux CEOs quand ils s'engagent dans des activités risquées (Kumar, Dixit, et Francis, 2014). Cette idée s'aligne avec la théorie des perspectives 'prospect theory' (Kahneman et Tversky, 1979) qui divise la prise de décision en deux phases : la phase de l'encadrement 'framing' et la phase de la valorisation 'valuation'. Durant la première phase, les CEOs simplifient leurs décisions et les convertissent en un gain ou une perte possible en se basant sur un point de référence. Ensuite au cours de la deuxième phase, les valeurs sont affectées à des résultats selon le point de référence prédéfini. (On traite cette idée plus en détail dans le développement des hypothèses)

### **1.1.10 Les types de succession**

Les chercheurs distinguent deux grandes familles de succession : interne et externe.

Les changements internes concernent les personnes promues au sein de la firme et les successions externes sont liées aux CEOs qui viennent d'autres compagnies (Kesner et Dalton,1994; Wiersema,1995; Zajac,1990). Les hypothèses stipulent que les nouveaux CEOs de l'interne sont désignés quand la compagnie a une bonne performance et reflète une volonté d'une continuité stratégique et les CEOs issus de l'externe quand la firme passe par une période de mauvaise performance et quand il existe une volonté d'un changement stratégique (Brady et Helmich,1984). Les firmes ne choisissent pas un CEO de l'externe que lorsqu'ils manquent de compétences à l'interne (Cannella et Lubatkin,1993; Ocasio,1999).

Les CEOs de l'externe sont priorisés, car ils ont de nouvelles visions et ils ont une capacité à avoir et à mettre en pratique de nouvelles perspectives stratégiques (Helmich et Brown,1972; Kesner et Dalton,1994; Wiersema,1995). Cependant, d'autres théoriciens pensent qu'ils manquent de connaissances et d'informations à propos des rouages de la firme. Sans une profonde connaissance des opérations internes de l'organisation et de son

environnement externe, il est difficile pour eux de prendre de nouvelles actions stratégiques (Gabarro,1987; Kotter,1982).

## **Partie 2**

### **1.2 La théorie d'agence**

La théorie de l'agence traite les problèmes causés par la séparation entre les propriétaires et les gestionnaires. Cette théorie aide à mettre en œuvre les divers mécanismes de gouvernance pour contrôler l'action des mandataires. Dans une société par actions, la propriété est détenue par des particuliers ou des groupes sous forme d'actions et ces actionnaires (principaux) délèguent la gestion aux managers (agents) (Jensen et Meckling, 1976). Mais le problème qui se pose est si ces gestionnaires gouvernent au profit des actionnaires ou dans leurs intérêts personnels.

Le premier théoricien à avoir traité cette idée était Adam Smith (1776) qui soutenait que la structure de l'entreprise engendre une mauvaise gestion et permet « la négligence et les profusions de son propre serviteur » que les entreprises n'étaient pas en mesure de contrôler. L'existence d'une divergence d'intérêts entre les actionnaires et le CEO ou les gestionnaires en général est une illustration classique du problème d'agence. Le niveau de concentration de la propriété managériale peut avoir un impact considérable sur le comportement des gestionnaires pour qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires.

Les managers peuvent avoir un conflit d'agence avec les actionnaires concernant la préférence du risque. Les actionnaires peuvent le diversifier à travers leurs portefeuilles et peuvent être considérés comme neutres face au risque. Au contraire les managers ne peuvent pas le diversifier et sont plus averses au risque (Williamson, 1963). Cette différence d'attitude par rapport au risque (Beatty et Zajac, 1994) crée un problème de danger moral dans la relation principal-agent. Le défi de la gouvernance d'entreprise consiste à mettre en place des mécanismes de supervision et des incitations afin d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des managers (Tosi et Gomez-Mejia, 1989).

Bien que cette théorie soit très populaire, elle a encore quelques limites, d'après plusieurs travaux comme Eisenhardt (1989) et Shleifer et Vishny (1997). La théorie suppose un accord contractuel entre le principal et l'agent pour une période future limitée ou illimitée, lorsque l'avenir est incertain. La théorie se heurte à l'asymétrie de l'information, la rationalité limitée, la fraude et le coût des transactions. L'intérêt des actionnaires se base essentiellement sur la maximisation de leurs gains, mais leur rôle reste limité et restreint dans l'entreprise. Le rôle du conseil d'administration se limite à la surveillance et au contrôle des gestionnaires. La théorie les considère les agents comme opportunistes et sous-estime leurs capacités.

En plus de cette théorie, on utilise la théorie comportementale d'agence dans notre travail.

### **1.2.1 La théorie comportementale d'agence**

Elle utilise les principes de la théorie de l'agence et s'appuie davantage sur les facteurs comportementaux souvent utilisés par les théoriciens. Ce cadre est appelé la théorie comportementale de l'agence (Pepper et Gore, 2015).

Elle est considérée comme une nouvelle dimension de la théorie d'agence et elle tient compte des défauts de la théorie mère. Elle reconnaît ses principes fondamentaux, mais préconise de nouvelles approches fondées sur une perspective de recherche différente et plus actuelle. La théorie comportementale d'agence cherche des explications au sujet de l'économie comportementale. Dans ce mémoire, les facteurs de la théorie comportementale d'agence concernent la prise de risque en lien avec les activités de restructuration.

Selon la théorie d'agence, l'agent et le principal sont en mesure de prendre des décisions rationnelles dans chaque situation indépendamment des situations, la théorie comportementale d'agence distingue différents comportements dans les contextes neutres de perte, et de gain.

Puisque les conflits d'agence existent et pourraient constituer une entrave aux activités de la firme, le conseil d'administration a un rôle de défense des intérêts des actionnaires.

## **1.2.2 Les intérêts des actionnaires et la composition du conseil d'administration**

Les actionnaires sont considérés comme l'une des parties prenantes les plus importantes au sein de la firme. Ils ont un intérêt direct au sein de l'organisation qui se reflète à travers leurs désirs de voir leurs richesses croître. Leurs intérêts sont liés au succès des projets entrepris par les managers de l'organisation. Au sein de la firme, ils sont représentés par le conseil d'administration. Le rôle de ce dernier est de se prémunir contre les conflits d'agence qui pourraient être causés par les décisions du CEO.

Les chercheurs qui ont étudié la relation entre la firme et les parties prenantes (Jones et Goldberg,1982; Selznick,1992) ont tous accordé une grande importance à la représentation de ces intervenants dans l'organisation. Certains ont affirmé que cette représentation favorise l'équité procédurale 'procedural fairness' (Freeman et Evan,1990;) en offrant des moyens pour s'assurer que leurs intérêts sont pris en considération lors de la prise des décisions par les managers.

Ils se sont concentrés sur leurs représentations comme moyen pour légitimer et de protéger leurs intérêts (Freeman et Evan,1990) dans le cadre de la gouvernance de l'entreprise.

La théorie économique suggère que les CEOs investissent dans des projets pour maximiser la valeur de la firme et donc celles des actionnaires, mais ce n'est pas toujours le cas selon la théorie de l'agence vue précédemment. Un des objectifs des actionnaires, en plus du profit à court et à long terme, est d'exercer une influence stratégique sur la firme. Quand il s'agit d'un investissement d'envergure, un actionnaire s'assure que les risques d'un échec ou une perte financière sont minimales sinon il vend ses parts et quitte la compagnie<sup>1</sup>. C'est dans l'intérêt de la compagnie que les actionnaires continuent à investir et à acquérir des actions. Si plusieurs actionnaires cèdent leurs parts dans le capital

---

<sup>1</sup> <https://smallbusiness.chron.com/shareholders-objectives-63253.html>.

et décident d'investir ailleurs cela carierait un doute concernant la performance financière de la firme et sa solidité et le prix de l'action descendrait.

### **Partie 3**

## **1.3 Les activités de restructuration et la prise de risque par les CEOs**

Les activités de restructuration à l'image des acquisitions et des désinvestissements sont risquées par leurs natures et leurs caractères inhabituels. Qu'est-ce qui pousserait les CEOs à les faire et comment réagirait le marché à ce type d'activités ?

Les acquisitions et les désinvestissements font partie des activités que la compagnie fait pour se renouveler stratégiquement. Ces activités impliquent des changements d'une importance majeure dans l'entreprise et peuvent représenter l'une des premières mesures qu'un nouveau CEO pourrait prendre (Johnson, 1996).

### **1.3.1 Acquisitions, désinvestissements et risques**

#### **Acquisitions et risques**

Les décisions stratégiques comme les acquisitions sont associées à de nombreux risques qui varient de l'évaluation (combien payer pour réaliser l'opération) aux risques de post opération (décider de combien d'employés garder après l'acquisition par exemple) à la gestion des synergies créées.

Ces risques sont liés aux retombées de cette décision stratégique (Ravenscraft et Scherer ,1987) en lien avec la grande probabilité que cela ne réussisse pas. En plus, le caractère non routinier des acquisitions fait en sorte qu'elles soient risquées et leurs résultats sont difficilement prévisibles.

Les ressources allouées à l'opération contribuent à l'augmentation des risques liés aux acquisitions. Elles sont nécessaires pour le bon déroulement de l'opération et pour la réalisation des bénéfices futurs. Elles représentent d'importants engagements des ressources des acquéreurs quant à l'avenir de leur entreprise (Kim, Haleblan et

Finkelstein, 2011). Les ressources excédentaires ‘slack’ diminueraient ce risque et faciliteraient le processus d’intégration (Jemison,1988).

### **Désinvestissement et risques**

L’entreprise qui se désinvestit pourrait perdre une partie de ses ressources (financières, opérationnelles, humaines, etc..) et de ses capacités. Si les mécanismes et les compétences clés de la firme sont touchés, le désinvestissement sera destructeur de valeur.

Le fait de désinvestir réduirait le champ des activités de la firme et cela serait une source d’échec pour le dirigeant qui en est responsable (Jenkins et al.,2014), sa réputation sera alors touchée. En plus, le désinvestissement serait une cause de réduction de la performance de l’organisation et même une raison de sa disparition (Powell et Yawson,2012).

Habituellement, les managers font des acquisitions pour réduire le risque personnel (Amihud et Lev,1981). De ce fait, quand ils désinvestissent, ce risque augmente. Du point de vue de l’acquéreur, le gestionnaire peut souhaiter réduire son risque d’emploi ‘employment risk’ en diversifiant le portefeuille d’actifs réels de l’entreprise ainsi, les CEOs qui font des acquisitions peuvent souhaiter acquérir des actifs non liés pour réduire les risques personnels.

Agmon et Lessard (1977), Amihud et Lev (1981) et Michel et Shaked (1986) pensent que la diversification au niveau des entreprises réduirait la volatilité des flux de trésorerie de la société, et donc le risque des actions de la firme. En appliquant ce principe, l’élimination des actifs non liés pourrait inverser cet effet de diversification, et pourrait donc entraîner une augmentation plus prononcée du risque de l’entreprise.

### **1.3.2 La réaction des actionnaires face aux annonces de restructurations**

Les activités de renouvellement stratégique ne peuvent pas passer inaperçues de par leur caractère inhabituel, leurs poids et leurs retombées. Les actionnaires pourraient être neutres, réagir positivement ou négativement dépendamment du contexte organisationnel.

L'étude de la réaction du cours boursier de la firme à la suite d'une annonce de restructuration a abouti à des conclusions différentes. En effet Bowman et Singh (1993) ont trouvé que ces annonces ne causent pas des rendements anormaux significatifs. Cela pourrait être dû au fait que les actionnaires les ont peut-être anticipées ou que ces restructurations n'ont pas d'impact sur les revenus futurs de la firme. D'autres études qui se sont concentrées sur les acquisitions ont trouvé que le rendement de l'action est en moyenne non significatif (Bradley, Desai et Kim, 1983).

Le désinvestissement permet aussi d'assurer que certains actifs vendus sont utilisés d'une façon plus optimale, car les acheteurs pourraient mieux les exploiter ou grâce à des économies d'échelles (Hearth et Zaima, 1984). Le prix de l'action de la firme qui désinvestit augmenterait à la suite de l'annonce du désinvestissement. En procédant ainsi, et en exploitant les ressources efficacement, le désinvestissement pourrait être vu comme une bonne nouvelle pour les actionnaires.

### **1.3.3 La richesse créée par les restructurations**

À chaque risque, il existe une prime de risque et puisque les restructurations sont des activités risquées, elles pourraient créer une valeur ajoutée.

Mulheem et Boone (2000) ont trouvé que les acquisitions et les désinvestissements créent la richesse. Elle est directement liée à la taille de la restructuration. Ses effets positifs sont liés à la théorie synergétique de ces restructurations qui précise que le changement des conditions économiques de la firme et les bouleversements de l'industrie contribuent aux activités de restructurations (Coase, 1937). Cette richesse se contredit avec la théorie non synergétique (Shleifer et Vishny, 1989), basée sur l'enracinement managérial, la construction d'un empire et l'orgueil du manager.

Les CEOs procèdent à ce type d'activité non seulement pour des raisons personnelles comme impressionner les autres CEOs en montrant qu'ils sont courageux, mais aussi parce qu'elles peuvent avoir des répercussions positives sur la firme.

### **1.3.4 Les raisons qui poussent les CEOs à faire des restructurations**

Les activités de restructuration pourraient être bénéfiques pour la firme, dans ce cas les CEOs agissent dans l'intérêt général de la firme et donc celui des actionnaires.

Étant donné que les résultats de ces activités sont très incertains et ambigus, et que les coûts d'opportunité sont difficiles à déterminer, il y a place pour des influences subjectives sous forme de préférences personnelles, de préjugés, et de personnalité (Chatterjee et Hambrick, 2011). Cela a amené beaucoup de chercheurs à étudier un large éventail de fonctions des CEOs comme leurs motivations égoïstes (Sanders, 2001), leurs orgueils ou leurs arrogances (Roll, 1986) et leurs narcissismes (Chatterjee et Hambrick, 2007).

Les chercheurs ont également mis l'accent sur l'intérêt excessif ou l'admiration pour soi-même (Chatterjee et Hambrick, 2007) impliquant un besoin intense de confirmer sa propre supériorité et d'être sous les projecteurs, qui se traduit par des actions visibles et audacieuses pour attirer l'attention et recevoir des applaudissements (Wallace et Baumeister, 2002).

Higgins (1998) et Gamache et al. (2015) ont démontré que les CEOs axés sur la promotion (préférant les gains et la croissance) plutôt que sur la prévention (qui préfèrent la stabilité et la sécurité) sont plus susceptibles d'effectuer des fusions-acquisitions parce qu'ils ont des aspirations plus élevées pour leurs entreprises et qu'ils visent davantage la croissance. En raison de leurs plus hauts niveaux d'engagement envers l'environnement et de leurs comportements, les CEOs extravertis sont probablement plus enthousiastes à l'égard des possibilités de croissance (John et Srivastava, 1999)

## **Chapitre 2**

### **Les hypothèses de notre recherche**

#### **La théorie comportementale de la firme et la théorie des perspectives 'la prospect theory' (Kahneman et Tversky ,1979)**

Selon la théorie des perspectives- 'Prospect Theory', les attentes, les normes et la comparaison sociales pourraient définir le point de référence (Holmes et al.,2011). Lorsqu'un individu est au-dessous de ce point de référence, il va prendre plus de risque, et s'il est au-dessus, il prendra moins de risque. Une mauvaise performance de la firme pousse les managers à prendre des actions de survie qui réduisent la prise de risque même en étant au-dessous du ce point (Chattopadhyay et al.,2001 ; Jawahar et McLaughlin,2001).

Un des points de référence utilisés dans la littérature comportementale d'agence est la compensation des managers (Wiseman et Gomez-Mejia ,1998) qui assimilent le prix d'exercice de leurs stock-options comme le point de référence. Quand le prix de l'action est supérieur à celui des stock-options, ces managers se situent dans un contexte de gain et deviennent avertis aux risques comme l'indique la théorie des perspectives.

Dans notre travail, le point de référence est le résultat de la réaction du marché (les attentes des actionnaires). Notre point de référence est déterminé à partir des rendements anormaux du cours boursier de la firme après l'annonce du changement de son dirigeant. Par défaut, il est égal à 0 si le rendement anormal est nul. Ensuite, s'il est négatif, on est dans un contexte de perte (réaction négative des actionnaires) et s'il est positif, c'est un contexte de gain (réaction positive des actionnaires).

La théorie comportementale d'agence est basée sur la théorie des perspectives 'Prospect Theory' qui stipule que la volonté de préserver la richesse, dans notre cas une réaction positive du marché, augmente l'aversion au risque et mène à éviter les choix qui causent des réactions négatives (Pertes).

Kahneman et Tversky (1979) ont suggéré que les individus pourraient ne pas prendre des décisions qui offrent 50% de chances de gagner et 50% de chances de perdre le même montant d'argent, car la perte pourrait générer des utilités psychologiques plus grandes que les gains équivalents (Kahneman, Knetsch, et Thaler, 1991). En appliquant ce principe, le nouveau CEO éviterait les risques liés aux restructurations de peur que ça nuise à sa réputation, cela aurait des conséquences négatives sur sa carrière par la suite. Il a pour but de préserver l'appréciation de l'annonce de sa nomination par le marché plutôt que de la perdre.

Nous pensons que la réaction du marché à la suite du changement du CEO limiterait le nombre des restructurations stratégiques pendant la première année.

D'où notre première hypothèse :

**H1 : La réaction du marché à la suite de l'annonce du changement du CEO a un effet négatif sur le nombre des restructurations.**

Nos hypothèses suivantes forment des conditions limites 'boundary conditions' à cet effet. Il est important de prendre en considération le fait que le CEO soit externe et qu'il soit étranger et les ressources excédentaires de la firme, car ça a un impact sur les attentes des actionnaires. En effet ces caractéristiques modifient la perception du marché à propos de l'habileté du nouveau CEO ou les capacités financières de la firme à supporter des changements stratégiques risqués.

Le but est de voir comment ces variables modifient (augmentent ou diminuent) l'effet négatif présent dans notre première hypothèse. Elles sont regroupées en deux catégories.

## **2.1 Première catégorie : Le CEO 'outgroup' (Le CEO externe et étranger)**

Cette catégorie se concentre sur les origines du nouveau CEO. Il existe un favoritisme qui a tendance à répondre positivement aux gens 'ingroup' que les autres 'outgroup'.<sup>2</sup> Cela est dû à plusieurs raisons. En effet, ce phénomène a lieu, car on appartient à la classification 'ingroup' plutôt à la catégorie 'outgroup' (Cadinu et Rothbart, 1996). On préfère les gens qui nous ressemblent, ils nous sont plus familiers (Zebrowitz, Bronstad,

---

<sup>2</sup> <https://opentextbc.ca/socialpsychology/chapter/ingroup-favoritism-and-prejudice/>

et Lee, 2007). Ce favoritisme est lié à l'auto-amélioration : on aimerait bien voir le bon côté de nous et voir des membres 'ingroup' nous aiderait à atteindre ce sentiment (Brewer, 1979). En plus, c'est une classification sociale : on se classe en 'ingroup' et 'outgroup', car ça nous aide à définir notre environnement. C'est facile et normal de croire qu'on est mieux que les autres. Les gens qui pensent pareil, veulent simplifier leurs environnements et se penchent vers le favoritisme de l'ingroup (Stangor et Leary, 2006).

Les membres de l'outgroup sont facilement blâmés pour des actions considérées négatives ou indésirables alors que les mêmes actions prises par des membres de l'ingroup sont souvent attribuées à des facteurs externes qu'ils ne peuvent pas contrôler (Hewstone, 1990; Pettigrew, 1979).

Ainsi, ce nouveau CEO 'outgroup' se sentirait mis dans le collimateur des actionnaires juste parce qu'il n'est pas conforme aux standards (c'est-à-dire issu de l'interne et local) prédéfinis par ces derniers. La probabilité qu'ils prennent des actions risquées augmente, car ils n'ont rien à perdre.

Zhang et Rajagopalan (2010) ont constaté que les CEO de l'externe ont une plus grande incidence négative sur le rendement de l'entreprise comparativement aux CEOs embauchés de l'interne, surtout dans les moments où le changement stratégique est crucial. On considère que l'annonce d'un nouveau CEO 'outgroup' (externe ou étranger) rendrait la réaction négative des actionnaires plus accentuée.

### **Quelques exemples de nouveaux CEO de l'externe**

Choisir un nouveau CEO de l'externe est considéré comme l'une des tâches les plus importantes de la firme. Ça pourrait être plus coûteux que de choisir un issu de l'organisation. Malgré la lourdeur de cette opération, on a remarqué qu'il existe plusieurs entreprises qui ont choisi un nouveau CEO de l'externe. À titre d'exemple, on peut citer la compagnie américaine Hewlett-Packard qui a nommé Carly Fiorina de Lucent ou bien la chaîne de grands magasins J.C.Penney qui a nommé Ron Johnson comme nouveau

CEO venant d'Apple.<sup>3</sup> Le géant américain des vêtements Ralph Lauren a aussi fait comme les deux entreprises citées précédemment en nommant un nouveau CEO de l'externe, Stefan Larsson, connu pour avoir travaillé chez H&M, Gap et Old Navy.<sup>4</sup>

**H2 : si le CEO vient de l'externe, l'effet négatif de la réaction du marché à la suite du changement du CEO sur le nombre des restructurations sera renforcé.**

### **Quelques exemples de nouveaux CEO internationaux**

Les exemples de la nomination d'un nouveau CEO étranger ne manquent pas. Les deux compagnies américaines McDonald et Coca-Cola ont nommé deux CEOs qui ne sont pas américains. En effet, l'Australien Charles Bell était le CEO de McDonald, concernant Coca-Cola, son nouveau CEO, E. Neville Isdell était Irlandais. En Angleterre aussi, il y a des CEOs étrangers comme l'Américain Arun Sarin à la tête de Vodafone et le Canadien Matthew Barrett à Barclays<sup>5</sup>.

D'autres exemples illustrent aussi que plusieurs CEO étranger ont pris les commandes des grandes firmes à l'image de Carlos Ghosn qui est né au Brésil et aussi détenteur de la nationalité libanaise chez le groupe Renault-Nissan, le Canadien Benjamin Smith CEO d'Air France et Dutch KLM, Bill McDermott un Américain à la tête de la compagnie allemande SAP et Samir F. Gibara né en Égypte et qui été le CEO du fabricant pneumatique américain Goodyear Tire et Rubber Company.

**H3 : Si le CEO est étranger, l'effet négatif de la réaction du marché à la suite du changement du CEO sur le nombre des restructurations sera renforcé.**

---

<sup>3</sup> <https://www.inc.com/ben-fanning/these-3-companies-all-hired-outside-leaders-and-then-their-performance-tanked.html>

<sup>4</sup> <https://www.forbes.com/sites/strategyand/2016/04/19/the-rise-of-the-outsider-ceo/#20ad2c864a56>

<sup>5</sup> <https://www.wsj.com/articles/SB108543349255419931>

## 2.2 Deuxième catégorie : Les ressources excédentaires de l'entreprise 'slack'.

La présence de ressources abondantes 'slack' peut inciter les entreprises à prendre plus de risques et, par conséquent, les ressources disponibles peuvent être utilisées pour des acquisitions. Du point de vue du comportement, la présence de ressources inutilisées permet aux entreprises d'accroître la recherche, ce qui crée des possibilités de changement (Cyert et March, 1963). Par extension, le 'slack' peut faciliter la recherche, ce qui entraîne des changements de stratégie importants, comme les acquisitions.

Ces ressources sont utilisées comme un tampon pour amortir les risques des restructurations. Bourgeois (1981) a identifié trois catégories de ces ressources: le 'slack' absorbé mesuré par le ratio suivant : ventes et les dépenses générales et administratives /ventes, le 'slack' qui n'est pas absorbé qui se mesure par le ratio (actif courant /passif courant) et le 'slack' potentiel mesuré selon le ratio dettes/ capitaux propres. D'autres chercheurs comme Singh (1986) ont aussi suivi cette répartition.

Dans notre travail on se focalise sur le 'slack' non absorbé parce qu'il représente la liquidité et les ressources financières qui ne sont pas encore utilisées par la firme et qui sont soumises à l'autorité du CEO pour la réalisation de ses nouveaux projets.

Le 'slack' dans notre modèle servirait comme un coussin financier qui serait à la disposition des managers de la firme pour diverses raisons : investir, dépense en recherche et développement, nouvelles acquisitions, etc.

On considère qu'en présence de ces ressources au sein de la firme, le CEO se sentirait plus à l'aise de s'engager dans des activités risquées s'il est dans un contexte de perte (réaction négative du marché) dans le cas des acquisitions. En ce qui concerne les désinvestissements et puisqu'ils sont considérés comme une source d'entrée d'argent, les ressources excédentaires dans ce cas n'ont pas d'influence sur les attentes des actionnaires.

On pense que si la réaction des actionnaires est négative et en présence des ressources excédentaires, le CEO ferait des restructurations, et si elle est positive, même si le CEO a peur de la perdre (un contexte de gain), la liquidité de la firme le mettrait à l'aise pour faire des restructurations.

**H4a : La liquidité de la firme diminue l'effet négatif de la réaction du marché à la suite du changement du CEO sur le nombre des nouvelles acquisitions.**

**H4b : La liquidité de la firme n'a pas d'impact sur l'effet négatif de la réaction du marché à la suite du changement du CEO sur le nombre des nouveaux désinvestissements.**

## Chapitre 3 Méthodologie

### 3.1 Échantillon

Notre échantillon se compose des 647 changements de CEOs des compagnies cotées en Bourse dans le monde entier de la période allant de 2003 à 2015 pour lesquelles, les données liées aux CEOs, les données relatives à la gouvernance de l'entreprise, les données financières et les rendements des actions étaient disponibles.

### 3.2 La méthode utilisée

À cause de la nature de nos variables dépendantes (le nombre d'acquisitions et de désinvestissements), nous avons utilisé la régression binomiale négative dans ce travail. Cette loi est une généralisation de la loi de poisson (elle a la même moyenne et un paramètre pour modéliser la sur dispersion) qui suppose que les données doivent être équidispersées (la variance= la moyenne), mais ce n'est pas le cas dans notre travail.

La loi binomiale négative est utilisée pour les données dispersées lorsque la variance conditionnelle est supérieure à la moyenne conditionnelle. Frankel et Engel (1984) ont utilisé cette méthode.

La régression inclut un terme de bruit qui est consacré à la dispersion et les paramètres sont estimés par le maximum de vraisemblance :

$$\text{Log}\lambda_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + K + \beta_k x_{ik} + \sigma \varepsilon_i \text{ (terme de bruit)}$$

Dans notre travail, on a trouvé que pour, les désinvestissements (Appendice 3) la variance qui est égale à  $1.46209^2 = 2.1377$  est supérieure à la moyenne qui est égale à 0.565.

En plus avec une simple régression de Poisson (avec une constante) (Appendice 11), on a obtenu un coefficient négatif = -0.569713 et si on applique  $\text{Exp}(-0,569713) = 0.56$ , on obtient la moyenne observée.

Ensuite en appliquant la commande 'estat gof' dans STATA, on a vu que le test statistique très significatif reflète que le modèle n'est pas très bon (Appendice 11).

On a aussi trouvé que, pour les acquisitions (Appendice 2), la variance qui est égale à  $1.7819(1.334915^2)$  est supérieure à la moyenne observée (0.615), et avec une simple régression de Poisson (Appendice 10), le coefficient de la constante est  $-0.4858$  et avec une application de la fonction  $\text{Exp}(-0.4858) = 0.615$  on obtient la moyenne observée .

Ensuite en appliquant la commande ‘estat gof’ dans STATA, on a vu que le test statistique très significatif reflète que le modèle n’est pas très bon (Appendice 10).

Les différences entre les moyennes et les variances montrent que la sur dispersion est présente et que la régression binomiale négative est plus appropriée.

### **3.3 Les variables utilisées**

#### **3.3.1 La variable dépendante**

Dans notre modèle, la variable dépendante utilisée est le nombre de restructurations pendant la première année du mandat du CEO (voir appendices 2 et 3 relatifs aux acquisitions et aux désinvestissements respectivement) de ces entreprises pour la même période.

Dans ce travail, on a utilisé les acquisitions et les désinvestissements de contrôle (plus que 50% de la firme est acquis/vendu), car ce type d’opération permet soit le contrôle de la compagnie acquise, soit la perte de contrôle de la firme qui désinvestit. Le risque lié à ces activités est important pour notre question de recherche étant donné qu’il est subséquent à la réaction des actionnaires.

La moyenne des acquisitions est de 0.615, le maximum est 16 (une fois c’est-à-dire 0.15% de nos observations) alors que le minimum est 0 (68.47 % de notre échantillon c’est-à-dire 443 observations) (Appendice 2).

La moyenne des désinvestissements est de 0.56, le maximum est 11 (2 fois c’est-à-dire 0.31%) alors que le minimum est 0 (75,43 % de notre échantillon- 488 observations) (Appendice 3).

En plus, la majorité de notre échantillon se compose d'entreprises américaines (73.88%) (Appendice 1).

La base de données utilisée est SDC Thomson Reuters Eikon pour les données relatives aux acquisitions et aux désinvestissements.

### **3.3.2 Les variables indépendantes**

La variable indépendante principale est :

#### **Les attentes des actionnaires (la réaction du marché)**

Au moment de l'annonce du nouveau CEO. On l'a mesurée en utilisant le Cumulative Abnormal Return 'CAR' de trois jours (-1,1) en suivant Mulherin et Boone (2000), Hanson et Song (2000) et Owen, Shi et Yawson (2010).

Cette variable est obtenue en utilisant l'évent study (cette méthodologie est expliquée en détail dans le prochain paragraphe).

La moyenne observée des attentes des actionnaires est 0.00381, l'écart type est de l'ordre de 0.0645 avec une valeur maximale négative de -0.64437 et une valeur extrême positive de 0.4158 (Appendice 7 et figure 3).

#### **Les étapes de notre Event Study**

On a commencé par répertorier tous les changements des CEOs qui ont eu lieu pendant la période de notre étude de 2003 à 2015 (source : BoardEx). On a ensuite identifié les dates des changements des CEOs (source : BoardEx). Cette étape n'est pas toujours évidente, Cooper, Dimitrov et Rau (2001) ont expliqué que dans certains cas, l'information sur la date de l'évènement peut ne pas être disponible, dans ce cas les auteurs ont considéré que la date de l'annonce est la date d'entrée en vigueur. Rares sont les cas où la date de l'annonce coïncide avec la date d'entrée en vigueur (Cooper, Dimitrov et Rau, 2001).

Après avoir vérifié l'exactitude de ces dates (le jour 0 de notre fenêtre d'évènement), éliminé les observations pour lesquelles on n'a pas assez de données, on a déterminé la fenêtre d'évènement 'event window' et s'il y a d'autres évènements qui ont lieu durant cette même période. Une courte fenêtre d'évènement réduit la probabilité d'avoir des évènements de confusion et augmente la validité de l'évent study (Brown et Warner, 1985; Lyon, Baber et Tsai, 1999).

Dans la littérature de l'event study, la pratique commune est d'utiliser un 'day window' de 2 à 3 jours autour de l'évènement : le jour avant l'évènement (-1), le jour de l'évènement (0), et le jour qui suit l'évènement (+1).

Finalement, pour calculer les rendements anormaux (AR), on a suivi la méthode de Cooper, Dimitrov et Rau (2001) qui ont utilisé le modèle ajusté du marché 'market adjusted model' :  $AR_{it} = Rit - R_{mt}$ , avec  $R_{it}$  = le rendement d'une compagnie  $i$ ,  $R_{mt}$  = le rendement de l'indice du marché et 't' est la variable temporelle. Pour ce faire, on a utilisé les indices des capitaux propres (equity indices) pour lesquels les données étaient disponibles.

Les paramètres du modèle de marché sont estimés durant 200 jours de négociation (trading days) et finissant avant 40 jours de la date de l'annonce du changement du CEO. Une fois ces étapes sont faites, on a pu associer les changements des CEOs avec les restructurations faites pendant les 12 premiers mois du mandat du nouveau CEO pour avoir finalement le nombre d'acquisitions/ désinvestissements par changement de CEO. On a aussi intégré les variables de contrôle utilisées dans notre analyse.

On a aussi utilisé deux autres variables indépendantes liées au nouveau CEO (source : BoardEx) qui sont :

### **La nationalité du CEO<sup>6</sup>**

Avec les préjugés d'être étranger 'stigma of being foreign' (Hymer, 1976), les firmes seront jugées selon ces stéréotypes (Kostova et Zaheer, 1999). Ce nouveau CEO étranger sera classé comme 'identité minoritaire' dans un milieu domestique (Edmans, 2016). Cela mènera à un traitement discriminatoire des différentes parties prenantes : gouvernements, investisseurs, fournisseurs, consommateurs (Eden et Miller, 2001).

La différence de nationalité du CEO est observée lorsque celle-ci est différente de la nationalité de la firme. On pense que cette différence de nationalité augmente le nombre d'acquisitions et de désinvestissements, car le nouveau CEO étranger n'a rien à perdre en prenant le risque.

---

<sup>6</sup> Notre échantillon comporte 47 CEOs de l'étranger

### **CEO externe/interne<sup>7</sup>**

Les recherches antérieures sur la succession des CEOs suggèrent que les nouveaux CEO de l'externe ont un plus grand mandat et une plus grande latitude pour apporter des changements aux entreprises (Finkelstein, Hambrick et Cannella,2009) alors que les nouveaux CEOs de l'interne continuent à appliquer la stratégie existante de la firme (Friedman et Singh,1989; Helmich et Brown,1972). Mais, des études ont indiqué que, malgré l'engagement d'un nouveau CEO de l'externe pour apporter des changements stratégiques à la compagnie, celui-ci trouve des difficultés pour faire des restructurations faute de familiarité avec les compétences et l'environnement de la firme (Shen et Cannella,2002 ; Zhang et Rajagopalan,2010). Dans ce mémoire, les données liées à la classification externe /interne sont vérifiées sur Bloomberg. Nous pensons que lorsque le CEO est externe à l'entreprise, le nombre des restructurations augmente.

La dernière variable indépendante est liée à l'entreprise qui est :

### **La liquidité excédentaire de la firme (slack)**

Cette liquidité offre un coussin de ressources actuelles et potentielles qui permettent aux entreprises de s'adapter aux pressions internes de changement de politiques et aux changements de stratégie (Bourgeois,1981). En se plaçant dans une optique comportementale, le 'slack' augmente l'expérimentation et la prise de risque qui influencent l'innovation (Nohria et Gulati,1996) et la performance (Bromiley,1991 ; Singh,1986) des firmes. Cette liquidité améliore les choix stratégiques d'investissement pour les managers. Dans ce mémoire on l'a calculée en suivant cette formule : $(\text{Actifs courants -stock}) / \text{passifs courants}$ .

De ce fait, le 'slack' augmente le nombre des acquisitions et n'a pas d'effet direct sur les désinvestissements puisqu'ils constituent une source d'entrée d'argent.

---

<sup>7</sup> Notre échantillon se compose de 161 CEOs de l'externe.

### **3.3.3 Les variables de contrôle**

Plusieurs variables influencent le nombre d'acquisitions et de désinvestissements. On a divisé ces variables en variables liées au CEO, des variables liées à la firme des variables liées au conseil d'administration et des variables liées au pays.

#### **3.3.3.1 Les variables liées au CEO**

##### **L'âge du CEO (Source : BoardEx)**

Des recherches ont étudié la relation entre l'âge des managers et les activités de restructuration. Vroom et Pahl (1971) ont trouvé que les managers âgés sont beaucoup plus avertis au risque. Wiersema et Bantel (1992) ont trouvé que les entreprises les plus probables de faire des changements stratégiques sont dirigées par des CEOs dont les moyennes d'âge sont basses. Les CEOs jeunes surestiment leurs capacités et leurs attitudes d'investissement pour paraître talentueux.

Yim (2013) a trouvé que les jeunes CEOs font beaucoup d'acquisitions, car la compensation qui est liée à ces activités augmente après ce type d'opérations ce qui les pousse à faire des acquisitions au début de leurs carrières. Au contraire, il existe une autre théorie qui contredit la première. En effet, Holmstrom (1999) et Scharfstein et Stein (1990) ont trouvé que le jeune CEO a une carrière à défendre donc il est plus conservateur face au risque. Ce jeune CEO qui n'a pas encore de réputation fera face à une évaluation minutieuse du marché s'il fait de mauvais choix d'investissement ce qui pourrait impacter négativement sa carrière professionnelle.

##### **L'expérience internationale du CEO (Source : BoardEx)**

Les CEOs ayant des expériences internationales substantielles ont de multiples visions du monde. Cela leur permet d'aborder un problème sous différents angles et de formuler des initiatives stratégiques novatrices de façon plus créative (Maddux et Galinsky, 2009). Les connaissances de ces CEOs, comme les compétences interculturelles et les réseaux mondiaux, contribueraient à l'exécution du changement stratégique (Godart et al., 2015).

Cette expérience internationale renforce les compétences générales des cadres pour agir efficacement dans des environnements incertains et pour fournir des informations complexes et dynamiques (Suutari et Makela, 2007). Ces compétences permettent aux CEOs d'anticiper les changements et les tendances dans l'environnement (Irlande et Hitt, 1999). On pense que si le CEO a une expérience internationale, le nombre des restructurations augmente.

#### **L'éducation du CEO (Source : BoardEx)**

L'éducation du CEO a aussi un effet important sur le nombre d'acquisitions et de désinvestissements. Un CEO ayant un niveau d'éducation élevé aurait plus de connaissances théoriques. Il va utiliser son bagage éducationnel pour se renseigner et analyser les effets positifs et négatifs des restructurations avant de se lancer dans les décisions qui touchent à la stratégie de sa firme. Les recherches ont trouvé que le niveau de l'éducation du CEO est positivement lié à l'innovation et donc au risque (Kimberly et Evanisko, 1981; Rogers et Shoemaker, 1971). Dans ce travail, cette variable prend 1 si le CEO a un PhD et/ou un MBA et 0 sinon.

Nous pensons que plus le niveau d'éducation du CEO est élevé, plus il fera de nouvelles acquisitions et de nouveaux désinvestissements.

#### **Une femme CEO : (Source : BoardEx)**

C'est une variable dichotomique qui prend la valeur de 1 si le CEO est une femme 0 sinon. Huang et Kisgen (2009) constatent que les acquisitions effectuées par des femmes ont des rendements beaucoup plus élevés et soutiennent qu'elles semblent faire l'objet d'un examen plus minutieux et qu'elles font preuve de moins d'orgueil dans les décisions d'acquisition. On pense qu'une femme CEO ferait plus d'activités de restructuration.

### **3.3.3.2 Les variables liées à l'entreprise**

#### **Le risque opérationnel (l'intensité des activités de R&D) (Source : Worldscope)**

Il est intéressant de savoir si les firmes qui mettent l'accent sur les activités de R&D se concentrent aussi sur les restructurations. Elles créent des connaissances tacites qui sont

intégrées dans une organisation et qui défient le transfert contractuel en raison des coûts élevés de communication et de transaction (Teece, 1980). Les investissements en R&D augmentent la capacité d'une entreprise à bénéficier des synergies. Comme l'ont fait remarquer Cohen et Levinthal (1989), ces investissements accroissent la capacité d'une entreprise d'identifier, d'évaluer et d'absorber des technologies externes complémentaires aux technologies internes. La capacité serait particulièrement importante dans les industries où le rythme des progrès technologiques est élevé. Il est donc de plus en plus difficile de développer en interne toutes les technologies nécessaires pour prospérer en tant qu'acteur techniquement compétent (Granstrand, Patel et Pavitt, 1997).

Blonigen et Taylor (2000) examinent en détail le lien entre les activités de R&D et les acquisitions dans l'industrie des équipements électroniques. Contrairement à la discussion précédente, ils identifient un lien fortement négatif. Blonigen et Taylor (2000) soutiennent que le lien est négatif parce que les activités de R&D et les acquisitions sont des substituts à la croissance des entreprises axées sur la technologie. Les entreprises qui investissent davantage en R&D, investissent moins en acquisitions pour éviter un double investissement du même actif.

### **Le risque financier (Source : Datastream)**

Le 'downside risk' est le risque financier lié aux pertes. Il mesure le risque que le rendement actuel soit au-dessous du rendement estimé.

D'après Miller et Leiblein (1996), il est calculé de la façon suivante :  $DR = 1/n * \sqrt{\sum (MR - TR)^2}$  avec DR = downside risk et (MR-TR) est la différence entre le rendement du marché et le rendement de l'action de l'entreprise cible. Si  $MR < TR$ , la différence est remplacée par 0. Cette différence au carré est ajoutée pour les 'n'jours de l'année (year window).

Plus que la firme fait face aux risques financiers et /ou opérationnels, moins elles feraient des activités de restructurations

### **Le ROA (Source: Worldscope)**

Cette variable a été utilisée par Bergh (1997) comme variable de contrôle pour prévoir les désinvestissements des acquisitions non liées. On l'a calculé de la façon suivante = bénéfice avant intérêt et impôt / total des actifs. Nous soutenons que ce ratio est

corrélé positivement avec les acquisitions et négativement avec les désinvestissements. Lorsque le bénéfice devient de plus en plus important, l'organisation procéderait à de nouvelles acquisitions pour grandir et réaliserait moins de désinvestissements.

#### **La taille de la firme (Source : Worldscope)**

Qian et al. (2017) ont utilisé cette variable pour examiner la relation entre la distance culturelle et les opérations internationales de fusions et acquisitions des firmes chinoises. Dans notre recherche, elle est calculée en appliquant le log au total des actifs. On pense que plus la taille de la firme est importante, plus elle fait d'acquisitions et moins elle fait de désinvestissements pour grandir et tendre vers un empire.

#### **L'âge de la firme (Source : Worldscope)**

Feldman, Amit et Villalonga (2016) ont utilisé l'âge de firme comme variable de contrôle pour mesurer entre les désinvestissements et la valeur des compagnies familiales. Dans ce mémoire, l'âge est calculé par le log du nombre des années. Nous soutenons que plus l'organisation est vieille, plus le nombre d'acquisitions et de désinvestissements est important.

#### **Le levier de la firme (Source : Worldscope)**

Feldman, Amit et Villalonga (2016) ont aussi employé le levier de l'entreprise comme variable de contrôle. Dans notre travail, nous l'avons calculé comme suit : la somme des dettes/ la somme des actifs, plus la firme est endettée, moins elle ferait de nouvelles acquisitions et plus elle ferait de désinvestissements pour avoir de la liquidité.

#### **Les ventes internationales de la firme (Source : Worldscope)**

Elles sont exprimées en dollar américain en se basant sur la formule suivante : ventes internationales/ventes. On pense que lorsque ces ventes augmentent la firme ferait plus de nouvelles acquisitions et moins de nouveaux désinvestissements.

### **3.3.3.3 Les variables liées au conseil d'administration**

#### **L'indépendance du conseil d'administration (Source : BoardEx)**

Paul (2007) a trouvé que les firmes avec des conseils d'administration indépendants sont plus probables d'abandonner les acquisitions quand le marché réagit négativement. Cette variable est mesurée par la proportion des directeurs indépendants au conseil d'administration excluant le CEO. Nous pensons que plus qu'il est indépendant, moins il y aurait des activités risquées.

#### **L'intensité de la diversification de l'industrie de la firme (Source : Compustat)**

Elle est calculée selon l'indice 'Herfindahl-Hirschman' des revenus à travers les segments d'affaires. Plus que cette diversification est intense, plus le nombre de restructurations serait important.

#### **La séparation entre les fonctions du CEO et les fonctions du président du conseil d'administration (Source : BoardEx)**

C'est une variable dichotomique qui prend la valeur de 1 au cas où le CEO occupe aussi le poste de président du conseil d'administration et 0 si c'est deux personnes différentes. Nous soutenons qu'en cas d'absence de séparation entre les deux fonctions, le CEO va faire de nouvelles acquisitions et de nouveaux désinvestissements, car le contrôle de ses activités serait moins minutieux.

#### **La participation de la femme au conseil d'administration (Source : BoardEx)**

Elle est mesurée par la proportion des femmes au conseil d'administration excluant le CEO.

#### **La participation des étrangers dans le conseil d'administration (Source : BoardEx)**

C'est la proportion des directeurs étrangers au conseil d'administration. Cette variable reflète la qualité du contrôle (Jensen et Meckling, 1976).

Pour les deux variables précédentes, nous pensons que lorsque le conseil d'administration a un nombre important de femmes ou d'étrangers, il y aurait un nombre plus élevé d'acquisitions et de désinvestissements.

#### **3.3.3.4 Les variables liées au pays**

**Le PIB per capita (Source : la banque mondiale) :** Cette variable est utile pour avoir une idée sur le développement économique du pays. Elle a été utilisée dans les travaux de Norback, Tekin-Koru et Waldkirch (2015) pour examiner les décisions de désinvestissement des entreprises multinationales.

**La liberté économique du pays (Source : Heritage Foundation)**

Pour les deux variables de contrôle relatives au pays, nous soutenons que plus le pays est riche (PIB per capita élevé) et libre économiquement, plus le nombre de restructurations est important.

On a aussi inclus des variables dichotomiques pour les années, l'industrie et le pays pour tenir compte des effets spécifiques du temps et l'hétérogénéité non observée de l'industrie.



## Chapitre 4

### Résultats

Les statistiques descriptives et les inters corrélations ‘cross correlation’ des variables utilisées sont répertoriées dans le tableau 1. Il n’y a aucun signe de multi colinéarité, car les facteurs de l’inflation de la variance (Variance Inflation Factors-VIF) sont plus bas que la limite recommandée qui est de l’ordre de 10.

Les tableaux 2 et 3 montrent les résultats des régressions où nous avons testé nos quatre hypothèses. Le premier modèle est sans l’effet principal, le deuxième modèle avec l’effet principal, ensuite on a ajouté les interactions individuellement et respectivement dans le modèle 3 (la différence de nationalité, le fait que le nouveau CEO soit externe et la liquidité de la firme), dans le dernier modèle (numéro 4) on a inclus toutes les variables réunies.

#### 4.1 Acquisitions

En ce qui concerne les acquisitions (tableau 2), les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations* » sont négatives et significatives ( $p=0$ ) d’où le nombre des acquisitions augmente, notre première hypothèse est vérifiée. L’interaction entre le CEO externe et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* External CEO* » a un coefficient non significatif, l’hypothèse 2 n’est pas vérifiée. L’interaction entre le CEO étranger et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* Foreign CEO* » a un coefficient non significatif, l’hypothèse 3 n’est pas validée. L’interaction entre la liquidité de la firme et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity* » est significative ( $p=0$ ) et positive, l’hypothèse 4a est vérifiée, d’où on peut dire que les ressources excédentaires ‘slack’ diminuent l’effet négatif des annonces du CEO turnover sur le nombre des acquisitions.

Nos variables de contrôle suivent les attentes et soulignent la robustesse du modèle. La taille de la firme « *Firm Size* » ( $p=0$ ) et ses ventes internationales « *Firm International*

*Sales* » ( $p=0.001$ ) sont des variables significatives et robustes, elles augmentent le nombre d'acquisitions.

Le risque financier « *Firm Downside Financial Risk* » est une variable significative et robuste ( $p=0.071$ ) et diminue le nombre d'acquisitions.

## 4.2 Désinvestissements

En ce qui concerne les désinvestissements (tableau 3), les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations* » sont négatives et significatives ( $p=0$ ), d'où le nombre des désinvestissements augmente, l'hypothèse 1 est alors validée. Les deux effets modérateurs d'un CEO externe et d'un CEO étranger ne sont pas appuyés (modérateurs insignifiants), car l'interaction entre le CEO externe et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* External CEO* » a un coefficient positif et significatif ( $p=0.094$ ), mais n'est pas robuste (dans le modèle complet) donc l'hypothèse 2 est rejetée et l'interaction entre le CEO étranger et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* Foreign CEO* » a un coefficient est négatif et non significatif, l'hypothèse 3 n'est pas vérifiée. L'interaction entre la liquidité de firme et les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity* » est significative ( $p=0$ ) et positive, l'hypothèse 4b n'est pas vérifiée. L'entrée d'argent qui découle des désinvestissements ne serait pas suffisante pour calmer la réaction négative des actionnaires, la liquidité de la firme contribue alors dans son atténuation.

La taille de la firme « *Firm Size* » ( $p=0$ ) et ses ventes internationales « *Firm International Sales* » ( $p=0$ ) sont des variables de contrôle significatives et robustes, elles augmentent le nombre de désinvestissements (c'est l'inverse de nos attentes). En outre, l'intensité des R&D « *Firm R&D Intensity* » est une variable de contrôle significative ( $p=0.06$ ). On peut dire qu'elle diminue le nombre de désinvestissements. Plus la firme investit en R&D, moins elle fait de nouveaux désinvestissements.

### 4.3 Signification des figures

Le modèle (count model) utilisé dans notre régression comporte des non-linéarités. Pour capturer le rôle modérateur de la liquidité sur l'effet des attentes des actionnaires sur le nombre de transactions, nous avons calculé l'effet marginal des attentes des actionnaires à des valeurs représentatives de la liquidité (la moyenne +/- 1 écart type de liquidité) et par la suite nous l'avons illustré dans un graphique (figure 1 pour les acquisitions et figure 2 pour les désinvestissements).

L'effet marginal mesure l'effet d'un petit changement de la liquidité sur le nombre de restructurations. On a estimé le changement moyen du nombre des acquisitions lorsque les variables qui interagissent (la liquidité et les réactions des actionnaires aux annonces des rendements changent). D'après la figure 1, l'effet du rendement anormal du marché (les attentes des actionnaires) sur le nombre des acquisitions est une fonction positive à des niveaux différents de la liquidité. Cela veut dire que la présence de la liquidité influence positivement le nombre d'acquisitions à la suite d'un rendement anormal du marché. Cet effet est significatif quand la liquidité de la firme avoisine les 2.4. L'effet de la réaction du marché après l'annonce du changement du CEO « *CEO Shareholder Expectations* » est négatif et significatif ( $p=0,004$ ) (tableau 6).

On a ensuite estimé le changement moyen du nombre de désinvestissements quand les variables qui interagissent (la liquidité et les attentes des actionnaires aux annonces des rendements) changent. D'après la figure 2, l'effet du rendement anormal du marché sur le nombre de désinvestissements est une fonction positive à des niveaux différents de la liquidité. En d'autres termes, les ressources excédentaires augmentent le nombre des désinvestissements à la suite d'une réaction anormale du marché. Il est significatif lorsque la valeur de la liquidité est de l'ordre de 1.6. L'effet de la réaction des actionnaires après l'annonce du changement du CEO « *CEO Shareholder Expectations* » est négatif et significatif ( $p=0,015$ ) (tableau 7).

## 4.4 Tests de robustesse

Pour comprendre la sensibilité de nos résultats, nous avons effectué un certain nombre de tests de robustesse. Premièrement, notre objectif est de savoir comment les coefficients des estimateurs réagissent quand la régression est modifiée par la modification des variables dépendantes (toutes les acquisitions, au moins une seule acquisition, log du nombre des acquisitions, tous les désinvestissements, au moins un désinvestissement, log des nombres des désinvestissements).

Leamer (1983) a trouvé que la fragilité des coefficients des variables indique qu'il existe une erreur de spécification et que ces tests devraient être mis en place pour remédier à ces problèmes. Les tests de robustesse visent à vérifier l'effet de stabilité et de force des modèles utilisés.

### 4.4.1 Sensibilité de la spécification de la variable indépendante

Concernant la robustesse des acquisitions et des désinvestissements (respectivement tableau 4 et tableau 5), pour l'hypothèse 4, la variable indépendante, c'est-à-dire les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations* », est séparée en réactions positives et négatives. Cette distinction nous servira pour se situer par rapport à notre point de référence.

On a trouvé que le nombre d'acquisitions et de désinvestissements augmente suite à une réaction négative des actionnaires à l'annonce du changement du CEO. Ceci s'aligne avec notre théorie liée au point de référence qui stipule qu'en contexte de perte, le CEO n'a plus rien à perdre et s'engage dans des activités risquées. Dans le cas d'une réaction positive, le nombre d'acquisitions augmente, mais pour les désinvestissements il n'y a pas d'effet significatif.

En ce qui concerne la liquidité, elle est significative avec la réaction positive des actionnaires « *Positive CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity (Trimmed)* » en cas d'acquisition (tableau 4) et avec la réaction négative des actionnaires « *Negative CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity (Trimmed)* » pour les désinvestissements (tableau 5). En cas de réaction positive, le CEO prend le risque de faire des acquisitions, car il se sent protégé par la présence des ressources excédentaires, et dans un contexte de

perte (réaction négative des actionnaires), il n'a plus rien à perdre en effectuant des désinvestissements.

On a aussi coupé ces réactions des actionnaires et on a laissé tomber les 1% supérieurs et inférieurs et on leur a appliqué une transformation logarithmique en leur ajoutant un 1 (+1). Ceci a pour but de supprimer les valeurs nulles et négatives pour éliminer l'influence des valeurs des points situés sur les extrémités de la distribution ce qui nous permettra par la suite d'avoir une moyenne ajustée.

Nos résultats sont robustes et ne sont donc pas fondés sur des valeurs aberrantes pour les acquisitions et les désinvestissements en tant que variables dépendantes.

#### **4.4.2 Sensibilité de la spécification de la variable dépendante**

On le fait afin de voir si l'effet de l'interaction entre les attentes des actionnaires et la liquidité change dépendamment de la nature de la variable dépendante en question.

Les variables dépendantes alternatives sont des variables dichotomiques (faire ou ne pas faire d'acquisitions ou de désinvestissements), le log des nombres des acquisitions de contrôle et de désinvestissements de contrôle, toutes les acquisitions et tous les désinvestissements.

Pour les acquisitions (tableau 4), on a trouvé que l'interaction entre les attentes des actionnaires et la liquidité de la firme « *CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity* » est une variable significative et robuste ( $p=0$ ). Cette réaction est conduite par les attentes positives des actionnaires « *Positive CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity (Trimmed)* » ( $p=0$ ). La réaction des actionnaires l'est aussi « *CEO Shareholder Expectations* » ( $p=0$ ) pour tous les modèles.

En ce qui concerne les désinvestissements (tableau 5), on a trouvé que l'interaction entre les attentes des actionnaires et la liquidité de la firme « *CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity* » est une variable significative et robuste ( $p=0$ ) et ( $p=0.05$ ). Cette réaction est conduite par la réaction négative des actionnaires « *Negative CEO Shareholder Expectations \* Firm Liquidity (Trimmed)* » ( $p=0$ ). La réaction des actionnaires est aussi significative « *CEO Shareholder Expectations* » ( $p=0$ ).

## 4.5 Signification économique

Le but de l'étude de cette section est de mesurer la taille de l'effet des attentes des actionnaires sur le nombre des restructurations.

Pour les acquisitions (Appendice 8), on a mesuré la variation des attentes des actionnaires par la variation de son écart type. On a ensuite mesuré l'effet de cette variation sur le nombre des acquisitions.

Toutes choses égales par ailleurs, les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations* » réduisent le nombre d'acquisitions de 19.2 % (la variation de l'écart type) ( $p=0.005$ ). On a noté que le plus grand effet marginal négatif est celui du risque financier de la firme « *Firm Downside Financial Risk* » qui est de l'ordre de 17.1% ( $p=0,071$ ) alors que le plus grand effet marginal positif est celui des ventes internationales de la firme « *Firm International Sales* » ( $p=0.002$ ) qui est de l'ordre de 29.9%.

L'effet des attentes des actionnaires est alors plus petit que celui des ventes internationales de la firme et plus grand que l'effet du risque financier.

Concernant les désinvestissements (Appendice 9), on a mesuré la variation des attentes des actionnaires par la variation de son écart type. On a ensuite mesuré l'effet de cette variation sur le nombre de désinvestissements.

Toutes choses égales par ailleurs, les attentes des actionnaires « *CEO Shareholder Expectations* » réduisent le nombre de désinvestissements de 16.1% ( $p=0.038$ ). On a constaté que le plus grand effet marginal négatif qui est de l'ordre de 34% est celui de la liquidité « *Firm Liquidity* » ( $p=0.029$ ) et le ROA de la compagnie « *Firm Return on Assets* » ( $p=0$ ) alors que le plus grand effet marginal positif est celui des ventes internationales de la firme « *Firm International Sales* » ( $p=0.00$ ) et est égale à 55.9%. L'effet des attentes des actionnaires est le plus petit de tous ces autres effets.

## **Chapitre 5**

### **Discussion et conclusion**

Notre recherche examine le nombre d'acquisitions ou de désinvestissements pendant la première année du mandat du nouveau CEO. On a trouvé que, suite à une réaction négative du marché à l'annonce du nouveau CEO, ce dernier fait des changements stratégiques. Ce résultat s'aligne avec la recherche de Beatty et Zajac (1987) qui ont trouvé que l'annonce du changement du CEO est associée à une réduction de la valeur de la firme c'est-à-dire une réaction négative du cours boursier ce qui influence, par la suite, les décisions d'investissement du nouveau CEO.

Notre recherche confirme aussi la recherche de Weisbach (1995) qui a trouvé que la probabilité de désinvestissement d'une acquisition non profitable augmente à la suite d'un changement managérial. En outre, on a trouvé qu'il y a une réaction du marché à la suite d'un changement managérial comme le soulignent les travaux de Bonnier et Bruner (1989), Weisbach (1988), Huson, Malatesta, et Parrino (2004) qui ont abouti à des rendements anormaux moyens positifs.

Notre papier s'aligne avec celui de Kau, Linck, et Rubin (2008). En effet, les managers accordant une attention à la réaction du marché quand ils prennent des décisions importantes relatives aux investissements et s'aligne avec les résultats de Luo (2005) qui suggèrent que les entreprises prennent en considération les messages envoyés par le marché pendant les fusions et acquisitions, tandis que ceci se contredit avec les travaux de Jennings et Mazzeo (1991) qui suggèrent que les managers ne tiennent pas compte des informations fournies par le marché dans les décisions de fusions et acquisitions.

#### **5.1 Résumé**

Le but de ce mémoire est de mesurer l'impact de la réaction du marché à la suite d'un changement du CEO sur les nouvelles acquisitions et les nouveaux désinvestissements. La première année du mandat du CEO est d'une importance majeure, car elle constitue un moment clé pour faire une bonne impression auprès des actionnaires. Cette période est

propice pour entreprendre changements radicaux. Elle doit être bien exploitée pour la prise de décisions qui vont imprégner le reste du mandat du CEO. On a discuté et montré que les attentes des actionnaires concernant le changement managérial influencent considérablement les activités de restructuration pendant sa première année (Appadu,2018, Kaplan et Weisbach,1992, Weisbach,1995). Elles peuvent être considérées comme un baromètre pour les entreprendre. Une réaction négative augmente le nombre d'acquisitions et de désinvestissements.

On n'a pas trouvé que l'effet est plus grand pour le CEO de l'externe que celui de l'interne ni pour le CEO étranger par rapport au CEO domestique. Cela pourrait être expliqué par la présence d'autres effets qui mènent à avoir cet effet nul. Ces CEOs n'ont pas assez de marge de manœuvre pour se lancer dans des activités de renouvellement stratégique durant la première année en tant que CEO.

Par contre l'excès des ressources financières de la firme diminue l'effet négatif de ces annonces sur le nombre de restructurations. Ces ressources jouent un rôle d'absorption du mécontentement des actionnaires, atténuent leurs réactions négatives et donnent au nouveau CEO une arme et une assurance financière pour se lancer dans ses projets de restructuration.

## **5.2 Contributions**

Cette recherche contribue à la littérature académique existante de plusieurs manières.

En premier lieu, à la notion de prise de risque au début du mandat. En nous référant à la théorie comportementale d'agence, nous avons introduit la réaction du marché ou les attentes des actionnaires comme un point de référence pour le CEO. Quand cette réaction est négative, le nouveau manager s'engage dans des activités risquées, car il n'a rien à perdre. Cette période de début du mandat est critique et importante, car elle constitue une occasion en or pour le CEO pour impressionner les actionnaires et enregistrer de bonnes performances (Holmstrom,1982).

En deuxième lieu, la perspective comportementale d'agence adoptée dans cette recherche ajoute une nouvelle contribution pour résoudre le 'puzzle' qui traite les raisons de prise de risque par les CEOs au début de leurs mandats. Le CEO, nouvellement nommé, veut faire preuve de courage pour faire parler de lui en faisant des acquisitions et des

désinvestissements. Il veut montrer à toutes les parties prenantes et spécialement aux actionnaires qu'il est capable de relever des défis et d'aller de l'avant.

Le problème d'agence entre les CEOs et les actionnaires est lié directement à la prise de risque à travers les opérations d'acquisitions (Amihud et Lev,1981).

En plus, ce mémoire contribue à la littérature de l'impact du prix de l'action de l'entreprise sur les actions entreprises par le CEO (Kumar, Dixit et Francis,2014; Worrell, Davidson et Glascock,1993; Furtado et Rozeff,1987). C'est l'une des principales implications de notre étude qui constitue une composante importante pour les gestionnaires dans leurs décisions de renouvellement stratégique.

### **5.3 Limites et avenue de recherche**

Notre travail présente plusieurs limites. En effet, l'utilisation des rendements anormaux se limite aux firmes qui sont cotées en Bourse seulement. La question se pose si cela est également valable pour les entreprises privées : c'est-à-dire si les actions de la première année du CEO et la prise de risques dans ce type d'entreprises privées sont également influencées par les attentes de leurs propriétaires. Cela mènerait à d'autres questions, comme le rôle des liens familiaux, etc.

En général dans notre travail, on s'est concentré sur la réaction du marché à la suite de l'annonce du changement du CEO, donc les attentes des actionnaires envers lui. Il serait intéressant d'étudier le rôle des attentes des employés, des clients, ou d'autres parties prenantes pertinentes et l'associer avec le nombre de restructurations pendant la première année du mandat. Ces réactions pourraient ne pas avoir le même effet que celles des actionnaires. Il serait judicieux de voir quelle partie prenante joue le plus grand rôle.

L'utilisation de l'event study présente aussi quelques limites concernant la date de l'annonce du changement du CEO. Elle pourrait être liée à d'autres événements de confusion ce qui laisserait entendre que la réaction du marché pourrait être biaisée.

Le sujet du changement des CEOs a été traité par les chercheurs dans le domaine dans un contexte de départ volontaire ou un départ forcé (Parrino,1997), changement routinier

(Kaplan et Minton,2006), c'est une autre limite qui s'ajoute à notre travail parce qu'on n'a pas pris en compte ces distinctions qui auraient pu avoir un impact sur le nombre de restructurations. Cela pourrait être traité dans les prochains travaux académiques qui pourraient incorporer les types de changements du CEO et les lier avec la vraisemblance ou le nombre des restructurations au début du mandat.

En ce qui concerne les activités de restructuration, on s'est juste intéressé aux acquisitions et aux désinvestissements en général ,il serait judicieux aussi d'incorporer d'autres sous-catégories de restructurations comme les acquisitions et les désinvestissements internationaux (cross border), horizontaux, non horizontaux et les acquisitions et désinvestissements complets (full) parce que ce type d'opérations pourraient présenter plus ou moins de risques dépendamment du type de la transaction donc il se peut que la réaction du marché soit différente alors le CEO pourrait renoncer ou prendre plus de risque.

#### **5.4 Implications managériales**

Ce mémoire a des implications pour les managers, les membres du conseil d'administration et les actionnaires. Ils ont tous des intérêts à défendre au sein de la firme. Nous nous sommes concentrés spécialement sur les actionnaires, car ils sont considérés comme les supérieurs hiérarchiques du CEO (relation principal-agent). Ce nouveau manager doit prendre des actions à leurs profits.

Vu le rôle du CEO dans les grands changements au sein de la firme, son remplacement envoie un signal robuste à toutes les parties prenantes au sujet de l'avenir de la compagnie (Beatty et Zajac, 1987; Kesner et Sebor, 1994). Bien que plusieurs critères importants entrent en jeu pour réaliser des restructurations, comme les performances passées de l'entreprise, et les qualifications du CEO, notre recherche se concentre sur la prise en compte des attentes des actionnaires à la suite du changement managérial pour réaliser ces restructurations.

Notre recherche aidera tout nouveau CEO à donner une importance à cette réaction, car elle constitue sa première évaluation dès son arrivée dans l'organisation. Si elle est négative, il peut en profiter pour apporter des restructurations. Dans le cas où, ce nouveau

CEO est externe à la firme ou vient de l'étranger, il n'aura pas assez de liberté pour ce type d'activités pendant la première année de son nouveau mandat. Il serait judicieux pour lui d'élargir son réseau professionnel et d'acquérir une certaine légitimité qui lui offrira une marge de manœuvre considérable pour prendre plus de risque durant le reste de son mandat.



## Bibliographie

- Agmon, Tamir et Donald R Lessard (1977). « Investor recognition of corporate international diversification », *The Journal of Finance*, vol. 32, no 4, p. 1049-1055.
- Amihud, Yakov et Baruch Lev (1981). « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *The bell journal of economics*, p. 605-617.
- Appadu, Naagush (2018). « The best bet: Should the new CEO acquire or divest? ».
- Bailey, Elizabeth E et Constance E Helfat (2003). « External management succession, human capital, and firm performance: An integrative analysis », *Managerial and decision economics*, vol. 24, no 4, p. 347-369.
- Beatty, Randolph P et Edward J Zajac (1987). « CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects », *Strategic Management Journal*, vol. 8, no 4, p. 305-317.
- Beatty, Randolph P et Edward J Zajac (1994). « Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings », *Administrative Science Quarterly*, p. 313-335.
- Becker, Gary (1964). « S. 1964 », *Human capital*.
- Becker, Gary S (2009). *Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education*, University of Chicago press.
- Bergh, Donald D. (1997). « Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions », *Strategic Management Journal*, vol. 18, no 9, p. 715-731.
- Bertrand, Marianne et Sendhil Mullainathan (2003). « Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences », *Journal of political Economy*, vol. 111, no 5, p. 1043-1075.
- Blanchard, Kenneth, Drea Zigarmi et Robert Nelson (1993). « Situational Leadership(R) After 25 Years: A Retrospective », *Journal of Leadership & Organizational Studies - J Leader Organ Stud*, vol. 1, p. 21-36.
- Blonigen, Bruce A et Christopher T Taylor (2000). « R&D intensity and acquisitions in high-technology industries: evidence from the US electronic and electrical equipment industries », *The Journal of Industrial Economics*, vol. 48, no 1, p. 47-70.

- Bonnier, Karl-Adam et Robert F Bruner (1989). « An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, no 1, p. 95-106.
- Bourgeois III, L Jay (1981). « On the measurement of organizational slack », *Academy of Management review*, vol. 6, no 1, p. 29-39.
- Bowman, Edward H et Harbir Singh (1993). « Corporate restructuring: Reconfiguring the firm », *Strategic Management Journal*, vol. 14, no S1, p. 5-14.
- Bradley, Michael, Anand Desai et E Han Kim (1983). « The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy? ».
- Brady, Gene F et Donald L Helmich (1984). *Executive succession: Toward excellence in corporate leadership*, Prentice Hall.
- Brewer, Marilyn B (1979). « In-group bias in the minimal intergroup situation: A cognitive-motivational analysis », *Psychological bulletin*, vol. 86, no 2, p. 307.
- Bromiley, Philip (1991). « Testing a causal model of corporate risk taking and performance », *Academy of Management Journal*, vol. 34, no 1, p. 37-59.
- Brown, Stephen J et Jerold B Warner (1985). « Using daily stock returns: The case of event studies », *Journal of financial economics*, vol. 14, no 1, p. 3-31.
- Cadinu, Maria Rosaria et Myron Rothbart (1996). « Self-anchoring and differentiation processes in the minimal group setting », *Journal of personality and social psychology*, vol. 70, no 4, p. 661.
- Cannella Jr, Albert A et Michael Lubatkin (1993). « Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection », *Academy of Management Journal*, vol. 36, no 4, p. 763-793.
- Carpenter, Mason A., Marta A. Geletkanycz et Wm. Gerard Sanders (2004). « Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition », *Journal of Management*, vol. 30, no 6, p. 749-778.
- Chatterjee, Arijit et Donald C Hambrick (2007). « It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance », *Administrative science quarterly*, vol. 52, no 3, p. 351-386.

- Chatterjee, Arijit et Donald C Hambrick (2011). « Executive personality, capability cues, and risk taking: How narcissistic CEOs react to their successes and stumbles », *Administrative Science Quarterly*, vol. 56, no 2, p. 202-237.
- Chattopadhyay, Prithviraj, William H Glick et George P Huber (2001). « Organizational actions in response to threats and opportunities », *Academy of Management Journal*, vol. 44, no 5, p. 937-955.
- Chen, Guoli et Donald C Hambrick (2012). « CEO replacement in turnaround situations: Executive (mis) fit and its performance implications », *Organization Science*, vol. 23, no 1, p. 225-243.
- Chevalier, Judith et Glenn Ellison (1999). « Career concerns of mutual fund managers », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, no 2, p. 389-432.
- Coase, Ronald Harry (1995). « The nature of the firm », dans *Essential readings in economics*, Springer, p. 37-54.
- Cohen, Wesley M et Daniel A Levinthal (1989). « Innovation and learning: the two faces of R & D », *The economic journal*, vol. 99, no 397, p. 569-596.
- Cooper, Michael J, Orlin Dimitrov et P Raghavendra Rau (2001). « A rose. com by any other name », *The Journal of Finance*, vol. 56, no 6, p. 2371-2388.
- Crossland, Craig et Donald C Hambrick (2011). « Differences in managerial discretion across countries: how nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter », *Strategic Management Journal*, vol. 32, no 8, p. 797-819.
- Cyert, Richard M et James G March (1963). « A behavioral theory of the firm », *Englewood Cliffs, NJ*, vol. 2, no 4, p. 169-187.
- D'Aveni, Richard A., Giovanni Battista Dagnino et Ken G. Smith (2010). « The age of temporary advantage », *Strategic Management Journal*, vol. 31, no 13, p. 1371-1385.
- Dedman, Elisabeth (2000). « An Investigation into the Determinants of UK Board Structure Before and After Cadbury », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 8, no 2, p. 133-153.
- Devers, Cynthia E., Robert M. Wiseman et Jr. R. Michael Holmes (2007). « The Effects Of Endowment And Loss Aversion In Managerial Stock Option Valuation », *Academy of Management Journal*, vol. 50, no 1, p. 191-208.

- Eisenhardt, Kathleen M. (1989). « Making Fast Strategic Decisions In High-Velocity Environments », *Academy of Management Journal*, vol. 32, no 3, p. 543-576.
- Eisenhardt, Kathleen M (1989). « Agency theory: An assessment and review », *Academy of management review*, vol. 14, no 1, p. 57-74.
- Eisenhardt, Kathleen M. et Jeffrey A. Martin (2000). « Dynamic capabilities: what are they? », *Strategic Management Journal*, vol. 21, no 10-11, p. 1105-1121.
- Fama, Eugene F (1980). « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of political economy*, vol. 88, no 2, p. 288-307.
- Feldman, Emilie R, Raphael Amit et Belén Villalonga (2016). « Corporate divestitures and family control », *Strategic Management Journal*, vol. 37, no 3, p. 429-446.
- Finkelstein, Sydney, Sydney Finkelstein Bert Cannella, Donald C Hambrick et Albert A Cannella (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, Oxford University Press, USA.
- Frankel, Jeffrey et Charles M Engel (1984). « Do asset-demand functions optimize over the mean and variance of real returns? A six-currency test », *Journal of International Economics*, vol. 17, no 3-4, p. 309-323.
- Freeman, R Edward et William M Evan (1990). « Corporate governance: A stakeholder interpretation », *Journal of behavioral economics*, vol. 19, no 4, p. 337-359.
- Friedman, Stewart D et Harbir Singh (1989). « CEO succession and stockholder reaction: The influence of organizational context and event content », *Academy of Management Journal*, vol. 32, no 4, p. 718-744.
- Furtado, Eugene PH et Michael S Rozeff (1987). « The wealth effects of company initiated management changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 18.
- Gabarro, John J (1987). *The dynamics of taking charge*, Harvard Business Press.
- Gamache, Daniel L, Gerry McNamara, Michael J Mannor et Russell E Johnson (2015). « Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions », *Academy of Management Journal*, vol. 58, no 4, p. 1261-1282.
- Gibbons, Robert et Kevin J. Murphy (1992). « Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence », *Journal of Political Economy*, vol. 100, no 3, p. 468-505.

- Godart, Frédéric C, William W Maddux, Andrew V Shipilov et Adam D Galinsky (2015). « Fashion with a foreign flair: Professional experiences abroad facilitate the creative innovations of organizations », *Academy of Management Journal*, vol. 58, no 1, p. 195-220.
- Granstrand, Ove, Parl Patel et Keith Pavitt (1997). « Multi-technology corporations: why they have “distributed” rather than “distinctive core” competencies », *California management review*, vol. 39, no 4, p. 8-25.
- Grusky, Oscar (1963). « Managerial succession and organizational effectiveness », *American Journal of Sociology*, vol. 69, no 1, p. 21-31.
- Guest, Robert H (1962). « Managerial succession in complex organizations », *American Journal of sociology*, vol. 68, no 1, p. 47-56.
- Hambrick, Donald C. et Gregory D. S. Fukutomi (1991). « The Seasons of a Ceo's Tenure », *Academy of Management Review*, vol. 16, no 4, p. 719-742.
- Hambrick, Donald C. et Phyllis A. Mason (1984). « Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers », *The Academy of Management Review*, vol. 9, no 2, p. 193-206.
- Hanson, Robert C et Moon H Song (2000). « Managerial ownership, board structure, and the division of gains in divestitures », *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, no 1, p. 55-70.
- Hearth, Douglas et Janis K Zaima (1984). « Voluntary corporate divestitures and value », *Financial Management*, p. 10-16.
- Helmich, Donald L. (1975). « Corporate Succession: An Examination », *Academy of Management Journal*, vol. 18, no 3, p. 429-441.
- Helmich, Donald L et Warren B Brown (1972). « Successor type and organizational change in the corporate enterprise », *Administrative science quarterly*, p. 371-381.
- Hermalin, Benjamin E (2005). « Trends in corporate governance », *The Journal of Finance*, vol. 60, no 5, p. 2351-2384.
- Hewstone, Miles (1990). « The ‘ultimate attribution error’? A review of the literature on intergroup causal attribution », *European journal of social psychology*, vol. 20, no 4, p. 311-335.
- Higgins, E Tory (1998). « Promotion and prevention: Regulatory focus as a motivational principle », *Advances in experimental social psychology*, vol. 30, p. 1-46.

- Hirshleifer, David (1993). « Managerial reputation and corporate investment decisions », *Financial Management*, p. 145-160.
- Hirshleifer, David et Anjan V Thakor (1992). « Managerial conservatism, project choice, and debt », *The Review of Financial Studies*, vol. 5, no 3, p. 437-470.
- Hitt, Michael A et Beverly B Tyler (1991). « Strategic decision models: Integrating different perspectives », *Strategic management journal*, vol. 12, no 5, p. 327-351.
- Holmes Jr, R., Philip Bromiley, Cynthia Devers, Tim Holcomb et Jean McGuire (2010). « Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities », *Journal of Management*, vol. 37.
- Hölmstrom, Bengt (1979). « Moral Hazard and Observability », *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, no 1, p. 74-91.
- Holmstrom, Bengt (1982). « Moral hazard in teams », *The Bell Journal of Economics*, p. 324-340.
- Holmström, Bengt (1999). « Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective », *The Review of Economic Studies*, vol. 66, no 1, p. 169-182.
- Holmstrom, Bengt et Joan Ricart I Costa (1986). « Managerial incentives and capital management », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 101, no 4, p. 835-860.
- Huang, Jiekun et Darren J Kisgen (2009). *Gender and corporate finance*, Working Paper (March), Boston College.
- Huson, Mark R, Paul H Malatesta et Robert Parrino (2004). « Managerial succession and firm performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 74, no 2, p. 237-275.
- Hymer, Stephen Herbert (1976). *International operations of national firms*, MIT press.
- Ireland, R Duane et Michael A Hitt (1999). « Achieving and maintaining strategic competitiveness in the 21st century: The role of strategic leadership », *Academy of Management Perspectives*, vol. 13, no 1, p. 43-57.
- Jawahar, IM et Gary L McLaughlin (2001). « Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach », *Academy of management review*, vol. 26, no 3, p. 397-414.
- Jemison, David B (1988). « Value creation and acquisition integration: The role of strategic capability transfer », *Advances in the study of entrepreneurship, innovation, and economic growth. Supplement*, vol. 1, p. 191-218.

- Jenkins, Kirsten, Darren McCauley, Raphael Heffron et Hannes Stephan (2014). « Energy justice, a whole systems approach », *Queen's Political Review*, vol. 2, no 2, p. 74-87.
- Jennings, Robert H et Michael A Mazzeo (1991). « Stock price movements around acquisition announcements and management's response », *Journal of Business*, p. 139-163.
- Jensen, Michael C. et William H. Meckling (1976). « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no 4, p. 305-360.
- Jenter, Dirk et Fadi Kanaan (2015). « CEO turnover and relative performance evaluation », *the Journal of Finance*, vol. 70, no 5, p. 2155-2184.
- John, Oliver P et Sanjay Srivastava (1999). « The Big Five trait taxonomy: History, measurement, and theoretical perspectives », *Handbook of personality: Theory and research*, vol. 2, no 1999, p. 102-138.
- Johnson, Richard A. (1996). « Antecedents and outcomes of corporate refocusing », *Journal of Management*, vol. 22, no 3, p. 439-483.
- Jones, Thomas M et Leonard D Goldberg (1982). « Governing the large corporation: More arguments for public directors », *Academy of Management Review*, vol. 7, no 4, p. 603-611.
- Kahneman, Daniel, Jack L Knetsch et Richard H Thaler (1991). « Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias », *Journal of Economic perspectives*, vol. 5, no 1, p. 193-206.
- Kaplan, Steven N et Bernadette Minton (2006). *How has CEO turnover changed? Increasingly performance sensitive boards and increasingly uneasy CEOs*, National Bureau of Economic Research.
- Kaplan, Steven N. et Bernadette A. Minton (2012). « How Has CEO Turnover Changed? », *International Review of Finance*, vol. 12, no 1, p. 57-87.
- Kaplan, Steven N et Michael S Weisbach (1992). « The success of acquisitions: Evidence from divestitures », *The Journal of Finance*, vol. 47, no 1, p. 107-138.
- Karaevli, Ayse et Edward J Zajac (2013). « When do outsider CEOs generate strategic change? The enabling role of corporate stability », *Journal of Management Studies*, vol. 50, no 7, p. 1267-1294.

- Kau, James B, James S Linck et Paul H Rubin (2008). « Do managers listen to the market? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, no 4, p. 347-362.
- Kesner, Idalene F et Dan R Dalton (1994). « Top management turnover and CEO succession: An investigation of the effects of turnover on performance », *Journal of Management Studies*, vol. 31, no 5, p. 701-713.
- Kesner, Idalene F et Terrence C Sebor (1994). « Executive succession: Past, present & future », *Journal of management*, vol. 20, no 2, p. 327-372.
- Khurana, Rakesh (2001). « Finding the right CEO: Why boards often make poor choices », *MIT Sloan Management Review*, vol. 43, no 1, p. 91-95.
- Kim, Ji-Yub, Jerayr Haleblan et Sydney Finkelstein (2011). « When Firms are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums », *Administrative Science Quarterly*, vol. 56, no 1, p. 26-60.
- Kimberly, John R et Michael J Evanisko (1981). « Organizational innovation: The influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations », *Academy of management Journal*, vol. 24, no 4, p. 689-713.
- Kostova, Tatiana et Srilata Zaheer (1999). « Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise », *Academy of Management review*, vol. 24, no 1, p. 64-81.
- Kotter, John P (1982). « What effective general managers really do », *Harvard business review*, vol. 60, no 6, p. 156-167.
- Kumar, M. V. Shyam, Jaya Dixit et Bill Francis (2015). « The impact of prior stock market reactions on risk taking in acquisitions », *Strategic Management Journal*, vol. 36, no 13, p. 2111-2121.
- Lambertides, Neophytos (2009). « Sudden CEO vacancy and the long-run economic consequences », *Managerial Finance*.
- Lange, Donald, Steven Boivie et James D. Westphal (2015). « Predicting organizational identification at the CEO level », *Strategic Management Journal*, vol. 36, no 8, p. 1224-1244.

- Larraza-Kintana, Martin, Robert M. Wiseman, Luis R. Gomez-Mejia et Theresa M. Welbourne (2007). « Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model », *Strategic Management Journal*, vol. 28, no 10, p. 1001-1019.
- Leamer, Edward E (1983). « Let's take the con out of econometrics », *The American Economic Review*, vol. 73, no 1, p. 31-43.
- Luo, Yuanzhi (2005). « Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions », *The Journal of Finance*, vol. 60, no 4, p. 1951-1982.
- Lyon, John D, Brad M Barber et Chih-Ling Tsai (1999). « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns », *The Journal of Finance*, vol. 54, no 1, p. 165-201.
- Maddux, William W et Adam D Galinsky (2009). « Cultural borders and mental barriers: The relationship between living abroad and creativity », *Journal of personality and social psychology*, vol. 96, no 5, p. 1047.
- Malhotra, Shavin, Taco H. Reus, PengCheng Zhu et Erik M. Roelofsen (2018). « The Acquisitive Nature of Extraverted CEOs », *Administrative Science Quarterly*, vol. 63, no 2, p. 370-408.
- Malmendier, Ulrike et Geoffrey Tate (2009). « Superstar ceos », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, no 4, p. 1593-1638.
- Matta, Elie et Paul W. Beamish (2008). « The accentuated CEO career horizon problem: evidence from international acquisitions », *Strategic Management Journal*, vol. 29, no 7, p. 683-700.
- Matta, Elie et Jean McGuire (2008). « Too Risky to Hold? The Effect of Downside Risk, Accumulated Equity Wealth, and Firm Performance on CEO Equity Reduction », *Organization Science*, vol. 19, no 4, p. 567-580.
- Michel, Allen et Israel Shaked (1986). « Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics », *Journal of international business studies*, vol. 17, no 3, p. 89-100.
- Miller, Danny (1991). « Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment », *Management Science*, vol. 37, no 1, p. 34-52.
- Miller, Danny (1993). « Some Organizational Consequences of Ceo Succession », *Academy of Management Journal*, vol. 36, no 3, p. 644-659.

- Miller, Kent D et Michael J Leiblein (1996). « Corporate risk-return relations: Returns variability versus downside risk », *Academy of Management Journal*, vol. 39, no 1, p. 91-122.
- Mincer, Jacob (1958). « Investment in human capital and personal income distribution », *Journal of political economy*, vol. 66, no 4, p. 281-302.
- Mintzberg, Henry (1973). « Strategy-making in three modes », *California management review*, vol. 16, no 2, p. 44-53.
- Mintzberg, Henry et Quy Nguyen Huy (2003). « The rhythm of change », *Sloan Management Review*, vol. 44, no 4, p. 79-84.
- Mintzberg, Henry, Duru Raisinghani et Andre Theoret (1976). « The structure of "unstructured" decision processes », *Administrative science quarterly*, p. 246-275.
- Mulherin, J Harold et Audra L Boone (2000). « Comparing acquisitions and divestitures », *Journal of corporate finance*, vol. 6, no 2, p. 117-139.
- Narayanan, MP (1985). « Managerial incentives for short-term results », *The Journal of Finance*, vol. 40, no 5, p. 1469-1484.
- Ndofor, Hermann Achidi, Richard L. Priem, Jude A. Rathburn et Ashwani K. Dhir (2009). « What does the new boss think?: How new leaders' cognitive communities and recent "top-job" success affect organizational change and performance », *The Leadership Quarterly*, vol. 20, no 5, p. 799-813.
- Nguyen Huy, QUY (2001). « Time, temporal capability, and planned change », *Academy of management Review*, vol. 26, no 4, p. 601-623.
- Nohria, Nitin et Ranjay Gulati (1996). « Is slack good or bad for innovation? », *Academy of management Journal*, vol. 39, no 5, p. 1245-1264.
- Norbäck, Pehr-Johan, Ayça Tekin-Koru et Andreas Waldkirch (2015). « Multinational firms and plant divestiture », *Review of International Economics*, vol. 23, no 5, p. 811-845.
- Ocasio, William (1994). « Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990 », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, no 2, p. 285-312.
- Ocasio, William (1999). « Institutionalized action and corporate governance: The reliance on rules of CEO succession », *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, no 2, p. 384-416.
- Owen, Sian, Liting Shi et Alfred Yawson (2010). « Divestitures, wealth effects and corporate governance », *Accounting & Finance*, vol. 50, no 2, p. 389-415.

- Parrino, Robert (1997). « CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis », *Journal of financial Economics*, vol. 46, no 2, p. 165-197.
- Paul, Donna L (2007). « Board composition and corrective action: evidence from corporate responses to bad acquisition bids », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, no 3, p. 759-783.
- Pepper, Alexander et Julie Gore (2015). « Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation », *Journal of management*, vol. 41, no 4, p. 1045-1068.
- Pettigrew, Andrew M (1979). « On studying organizational cultures », *Administrative science quarterly*, vol. 24, no 4, p. 570-581.
- Powell, Ronan et Alfred Yawson (2012). « Internal restructuring and firm survival », *International Review of Finance*, vol. 12, no 4, p. 435-467.
- Prahalad, C. K. et Richard A. Bettis (1986). « The dominant logic: A new linkage between diversity and performance », *Strategic Management Journal*, vol. 7, no 6, p. 485-501.
- Qian, Wang, Wang Ying Chun, Ding Qi et Huang Yu Qi (2017). « Cultural Distance and Chinese Cross-Border Merger and Acquisition Performance », *Journal of Marketing Development and Competitiveness*, vol. 11, no 4.
- Ravenscraft, David J. et F. M. Scherer (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution Press.
- Rogers, Everett M et F Floyd Shoemaker (1971). « Communication of Innovations; A Cross-Cultural Approach ».
- Roll, Richard (1986). « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *Journal of business*, p. 197-216.
- Ruback, Richard S et Michael C Jensen (1983). « The market for corporate control: The scientific evidence », *Journal of Financial economics*, vol. 11, p. 5-50.
- Sanders, Wm. Gerard (2001). « Incentive Alignment, CEO Pay Level, and Firm Performance: A Case of “Heads I Win, Tails You Lose”? », *Human Resource Management*, vol. 40, no 2, p. 159-170.
- Scharfstein, David S et Jeremy C Stein (1990). « Herd behavior and investment », *The American economic review*, p. 465-479.

- Selznick, P (1992). « 1992: The moral commonwealth: social theory and the promise of community. Berkeley, CA: University of California Press ».
- Shen, Wei et Jr. Albert A. Cannella (2002). « Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impacts of Successor Type, Postsuccession Senior Executive Turnover, and Departing CEO Tenure », *Academy of Management Journal*, vol. 45, no 4, p. 717-733.
- Shen, Wei et Albert A Cannella Jr (2002). « Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession », *Academy of Management Journal*, vol. 45, no 6, p. 1195-1206.
- Shleifer, Andrei et Robert W Vishny (1989). « Management entrenchment: The case of manager-specific investments », *Journal of financial economics*, vol. 25, no 1, p. 123-139.
- Shleifer, Andrei et Robert W. Vishny (1997). « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 52, no 2, p. 737-783.
- Simsek, Zeki (2007). « CEO tenure and organizational performance: an intervening model », *Strategic Management Journal*, vol. 28, no 6, p. 653-662.
- Smith, Adam (1937). *The wealth of nations* [1776].
- Singh, Jitendra V (1986). « Performance, slack, and risk taking in organizational decision making», *Academy of management Journal*, vol. 29, no 3, p. 562-585.
- Stangor, Charles et Scott P Leary (2006). « Intergroup beliefs: Investigations from the social side », *Advances in experimental social psychology*, vol. 38, p. 243-281.
- Suutari, Vesa et Kristiina Mäkelä (2007). « The career capital of managers with global careers », *Journal of Managerial Psychology*.
- Teece, David J (1980). « Economies of scope and the scope of the enterprise », *Journal of economic behavior & organization*, vol. 1, no 3, p. 223-247.
- Tosi Jr, Henry L et Luis R Gomez-Mejia (1989). « The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective », *Administrative Science Quarterly*, p. 169-189.
- Tufano, Peter (1996). « Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry », *the Journal of Finance*, vol. 51, no 4, p. 1097-1137.
- Tversky, Amos et Daniel Kahneman (1979). « Prospect theory: An analysis of decision under risk », *Econometrica*, vol. 47, no 2, p. 263-291.

- Vancil, Richard F (1987). *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*, Harvard Business School Pr.
- Vroom, Victor H et Bernd Pahl (1971). « Relationship between age and risk taking among managers », *Journal of applied psychology*, vol. 55, no 5, p. 399.
- Warner, Jerold B, Ross L Watts et Karen H Wruck (1988). « Stock prices and top management changes », *Journal of financial Economics*, vol. 20, p. 461-492.
- Weisbach, Michael S (1988). « Outside directors and CEO turnover », *Journal of financial Economics*, vol. 20, p. 431-460.
- Weisbach, Michael S. (1995). « CEO turnover and the firm's investment decisions », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, no 2, p. 159-188.
- Wiersema, Margarethe F. (1995). « Executive succession as an antecedent to corporate restructuring », *Human Resource Management*, vol. 34, no 1, p. 185-202.
- Wiersema, Margarethe F et Karen A Bantel (1992). « Top management team demography and corporate strategic change », *Academy of Management Journal*, vol. 35, no 1, p. 91-121.
- Williamson, Oliver E (1963). « Managerial discretion and business behavior », *The American Economic Review*, vol. 53, no 5, p. 1032-1057.
- Wiseman, Robert M. et Luis R. Gomez-Mejia (1998). « A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking », *Academy of Management Review*, vol. 23, no 1, p. 133-153.
- Wiseman, Robert M et Luis R Gomez-Mejia (1998). « A behavioral agency model of managerial risk taking », *Academy of management Review*, vol. 23, no 1, p. 133-153.
- Worrell, Dar L et Wallace N Davidson III (1987). « The effect of CEO succession on stockholder wealth in large firms following the death of the predecessor », *Journal of Management*, vol. 13, no 3, p. 509-515.
- Worrell, Dan L, Wallace N Davidson III et John L Glascock (1993). « Stockholder reactions to departures and appointments of key executives attributable to firings », *Academy of Management Journal*, vol. 36, no 2, p. 387-401.
- Worrell, Dan L., III Wallace N. Davidson et John L. Glascock (1993). « Stockholder Reactions To Departures and Appointments of Key Executives Attributable To Firings », *Academy of Management Journal*, vol. 36, no 2, p. 387-401.

- Wu, Sibin, Edward Levitas et Richard L. Priem (2005). « CEO Tenure and Company Invention under Differing Levels of Technological Dynamism », *The Academy of Management Journal*, vol. 48, no 5, p. 859-873.
- Yim, Soojin (2013). « The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior », *Journal of financial economics*, vol. 108, no 1, p. 250-273.
- Zajac, Edward J (1990). « CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis », *Strategic Management Journal*, vol. 11, no 3, p. 217-230.
- Zebrowitz, Leslie A, P Matthew Bronstad et Hoon Koo Lee (2007). « The contribution of face familiarity to ingroup favoritism and stereotyping », *Social Cognition*, vol. 25, no 2, p. 306-338.
- Zhang, Yan (2008). « Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation », *Strategic Management Journal*, vol. 29, no 8, p. 859-872.
- Zhang, Yan et Nandini Rajagopalan (2010). « Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance », *Strategic Management Journal*, vol. 31, no 3, p. 334-346.

# Annexes

**Tableau 1 : Statistiques descriptives et corrélations**

	Mean	S.D.	Min	Max	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
1 Number of Acquisitions	0.615	1.335	0	16	1																								
2 Number of Divestitures	0.566	1.462	0	11	0.21	1																							
3 CEO Shareholder Expectations	0.004	0.065	(-0.644)	0.416	(-0.042)	(-0.043)	1																						
4 Firm Size	21.417	1.888	15.746	26.389	0.263	0.362	0.002	1																					
5 Firm Age	3.49	0.942	0	5.153	0.029	0.117	(-0.003)	0.272	1																				
6 Firm Liquidity	1.513	1.325	0.216	12.05	(-0.011)	(-0.131)	0.07	(-0.273)	(-0.201)	1																			
7 Firm Leverage	0.246	0.172	0	0.998	(-0.045)	0.049	0.109	0.183	(-0.055)	(-0.157)	1																		
8 Firm Return on Assets	0.012	0.146	(-1.167)	0.295	0.122	0.013	(-0.11)	0.307	0.188	(-0.124)	(-0.138)	1																	
9 Firm R&D Intensity	0.047	0.178	0	2.143	(-0.015)	(-0.05)	0.154	(-0.163)	(-0.134)	0.425	(-0.02)	(-0.466)	1																
10 Firm Downside Financial Risk	0.014	0.009	0.004	0.065	(-0.156)	(-0.08)	0.094	(-0.476)	(-0.248)	0.166	(-0.036)	(-0.365)	0.168	1															
11 Firm Industry Diversification	0.2	0.243	0	0.824	0.05	0.094	0.033	0.194	0.182	(-0.13)	0.024	0.089	(-0.122)	(-0.17)	1														
12 Firm International Sales	0.328	0.305	0	1	0.132	0.14	(-0.049)	0.166	0.128	0.019	(-0.115)	0.069	0.034	0.034	0.032	1													
13 Country Economic Freedom	7.932	0.296	5.87	8.52	(-0.053)	(-0.035)	0.008	(-0.202)	(-0.052)	0.004	(-0.025)	(-0.004)	(-0.012)	0.174	(-0.042)	(-0.159)	1												
14 Country GDP p.e.	10.763	0.24	7.205	11.616	0.019	(-0.009)	0.015	(-0.005)	0	(-0.045)	0.005	-0.001	0.025	0.034	(-0.037)	(-0.092)	0.345	1											
15 CEO Age	3.939	0.115	3.526	4.263	0.002	0.088	0.029	0.119	0.05	(-0.006)	0.028	(-0.049)	0.031	0.016	0.048	(-0.079)	(-0.117)	0.027	1										
16 Female CEO	0.034	0.181	0	1	0.003	(-0.055)	(-0.025)	0.004	(-0.045)	0.026	(-0.038)	0.013	0.074	(-0.017)	0.057	(-0.081)	(-0.019)	0.016	0.016	1									
17 CEO Academic Background	0.266	0.442	0	1	(-0.002)	(-0.044)	0.047	(-0.005)	0.003	0.035	0.054	(-0.044)	0.041	(-0.019)	(-0.006)	(-0.042)	0.049	0.062	0.03	(-0.036)	1								
18 CEO International Assignment Experience	0.683	0.466	0	1	0.035	(-0.039)	(-0.026)	(-0.012)	(-0.013)	0.074	0.017	(-0.016)	0.064	0.027	(-0.025)	0.035	(-0.029)	(-0.06)	(-0.151)	(-0.019)	(-0.094)	1							
19 Foreign CEO	0.073	0.26	0	1	0.041	0.059	(-0.011)	0.039	0.011	0.064	(-0.004)	0.015	0.024	(-0.013)	(-0.021)	0.211	(-0.079)	(-0.061)	0	(-0.02)	0.034	0.037	1						
20 External CEO	0.249	0.433	0	1	(-0.089)	0.049	0.03	(-0.169)	0.026	0.048	0.047	(-0.154)	0.101	0.204	(-0.066)	0.027	0.047	0.036	0.07	(-0.009)	(-0.023)	(-0.031)	0.142	1					
21 Board Share of Women	0.114	0.103	0	0.5	0.093	0.108	(-0.037)	0.369	0.22	(-0.151)	0.028	0.083	(-0.013)	(-0.251)	0.08	0.055	(-0.181)	0.061	0.086	0.065	0.078	(-0.046)	0.073	(-0.037)	1				
22 CEO-Chairman Separation	0.318	0.466	0	1	0.033	0.137	(-0.012)	0.157	0.109	(-0.036)	(-0.024)	0.043	0.01	(-0.106)	0.067	0.029	(-0.047)	0.078	0.133	(-0.073)	0.054	(-0.141)	(-0.076)	(-0.04)	0.14	1			
23 Board Independence	0.821	0.126	0.071	1	0.061	0.057	(-0.015)	0.159	0.063	0.015	0.042	(-0.013)	(-0.021)	(-0.058)	0.023	0.035	(-0.066)	0.136	0.083	0.004	0.149	(-0.102)	(-0.009)	0.037	0.222	0.257	1		
24 Board Share of Foreigners	0.095	0.18	0	1	0.027	0.008	(-0.075)	0.147	(-0.056)	0.01	(-0.023)	0.036	0.074	(-0.025)	(-0.029)	0.319	(-0.15)	(-0.024)	(-0.022)	(-0.033)	(-0.059)	0.034	0.256	0.034	0.085	(-0.058)	0.003	1	



**Tableau 2 : Régression des acquisitions**

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 3	Model 3	Model 4
CEO Shareholder Expectations		-3.296***	-3.408***	-3.333***	-5.768***	-5.866***
		(0.005)	(0.005)	(0.002)	(0.000)	(0.000)
CEO Shareholder Expectations * Foreign CEO			2.585			4.327
			(0.607)			(0.377)
CEO Shareholder Expectations * External CEO				0.172		-3.273
				(0.967)		(0.304)
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity					1.515***	1.926***
					(0.000)	(0.001)
Firm Size	0.267***	0.275***	0.274***	0.275***	0.282***	0.283***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Firm Age	-0.162*	-0.147	-0.147	-0.147	-0.146	-0.154*
	(0.084)	(0.109)	(0.111)	(0.109)	(0.112)	(0.095)
Firm Liquidity	0.066	0.067	0.070	0.067	0.053	0.057
	(0.313)	(0.313)	(0.294)	(0.314)	(0.427)	(0.404)
Firm Leverage	-0.616	-0.538	-0.535	-0.539	-0.730	-0.730
	(0.224)	(0.291)	(0.295)	(0.287)	(0.131)	(0.131)
Firm Return on Assets	1.318	1.466*	1.464	1.467*	1.490	1.480
	(0.142)	(0.100)	(0.101)	(0.100)	(0.111)	(0.117)
Firm R&D Intensity	-0.145	0.136	0.094	0.131	-0.520	-0.588
	(0.831)	(0.844)	(0.894)	(0.842)	(0.485)	(0.437)
Firm Downside Financial Risk	-23.673**	-21.936*	-21.872*	-21.928*	-22.552*	-22.570*
	(0.049)	(0.071)	(0.071)	(0.071)	(0.071)	(0.071)
Firm Industry Diversification	-0.250	-0.203	-0.202	-0.203	-0.193	-0.200
	(0.377)	(0.472)	(0.474)	(0.473)	(0.496)	(0.482)
Firm International Sales	0.887***	0.856***	0.862***	0.856***	0.882***	0.895***
	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.001)
Country Economic Freedom	-1.126	-1.052	-0.976	-1.050	-1.167	-1.091
	(0.216)	(0.240)	(0.281)	(0.244)	(0.197)	(0.236)
Country GDP p.c.	-1.541	-1.380	-1.448	-1.375	-1.147	-1.312
	(0.429)	(0.481)	(0.459)	(0.483)	(0.566)	(0.512)
CEO Age	-0.352	-0.404	-0.398	-0.404	-0.392	-0.372
	(0.599)	(0.542)	(0.549)	(0.542)	(0.560)	(0.581)
Female CEO	0.286	0.249	0.256	0.249	0.249	0.269
	(0.435)	(0.501)	(0.489)	(0.501)	(0.506)	(0.472)
CEO Academic Background	0.055	0.047	0.050	0.048	0.030	0.022
	(0.750)	(0.789)	(0.776)	(0.787)	(0.866)	(0.902)
CEO International Assignment Experience	0.103	0.079	0.080	0.078	0.062	0.074
	(0.518)	(0.623)	(0.620)	(0.626)	(0.700)	(0.648)
Foreign CEO	0.193	0.284	0.248	0.284	0.322	0.255
	(0.454)	(0.279)	(0.378)	(0.277)	(0.218)	(0.369)
External CEO	-0.126	-0.137	-0.133	-0.137	-0.137	-0.144
	(0.494)	(0.454)	(0.470)	(0.454)	(0.453)	(0.430)
Board Share of Women	-0.041	-0.156	-0.164	-0.156	-0.280	-0.302
	(0.963)	(0.861)	(0.854)	(0.860)	(0.751)	(0.733)
CEO-Chairman Separation	-0.127	-0.135	-0.127	-0.135	-0.166	-0.150
	(0.433)	(0.409)	(0.436)	(0.406)	(0.308)	(0.357)
Board Independence	-0.569	-0.746	-0.735	-0.744	-0.690	-0.695
	(0.536)	(0.409)	(0.417)	(0.411)	(0.455)	(0.456)
Board Share of Foreigners	-0.029	-0.069	-0.073	-0.070	-0.069	-0.050
	(0.952)	(0.888)	(0.882)	(0.886)	(0.887)	(0.918)
Constant	21.542	19.374	19.503	19.311	17.618	18.745
	(0.314)	(0.361)	(0.359)	(0.366)	(0.415)	(0.388)
Observations	647	647	647	647	647	647

Robust pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tableau 3 : Régression des désinvestissements**

VARIABLES	Model 1	Model 2	Model 3	Model 3	Model 3	Model 4
CEO Shareholder Expectations		-2.723** (0.038)	-2.565* (0.066)	-3.624*** (0.006)	-5.729*** (0.001)	-5.859*** (0.000)
CEO Shareholder Expectations * Foreign CEO			-5.955 (0.242)			-5.991 (0.260)
CEO Shareholder Expectations * External CEO				3.715* (0.094)		3.300 (0.173)
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity					2.769*** (0.000)	2.306*** (0.003)
Firm Size	0.604*** (0.000)	0.618*** (0.000)	0.624*** (0.000)	0.616*** (0.000)	0.624*** (0.000)	0.628*** (0.000)
Firm Age	0.030 (0.738)	0.039 (0.665)	0.037 (0.675)	0.055 (0.541)	0.040 (0.655)	0.053 (0.557)
Firm Liquidity	-0.314** (0.030)	-0.313** (0.029)	-0.318** (0.027)	-0.309** (0.033)	-0.337** (0.021)	-0.337** (0.023)
Firm Leverage	-0.716 (0.225)	-0.445 (0.431)	-0.430 (0.444)	-0.453 (0.429)	-0.508 (0.363)	-0.499 (0.375)
Firm Return on Assets	-2.867*** (0.000)	-2.839*** (0.000)	-2.777*** (0.000)	-2.710*** (0.000)	-3.048*** (0.000)	-2.847*** (0.000)
Firm R&D Intensity	-2.747* (0.061)	-2.283* (0.060)	-2.189* (0.065)	-2.142* (0.066)	-3.021* (0.053)	-2.737* (0.064)
Firm Downside Financial Risk	16.873 (0.216)	19.133 (0.161)	20.742 (0.130)	20.437 (0.138)	18.006 (0.193)	20.942 (0.133)
Firm Industry Diversification	0.113 (0.755)	0.234 (0.501)	0.245 (0.476)	0.250 (0.473)	0.242 (0.486)	0.265 (0.441)
Firm International Sales	1.473*** (0.000)	1.453*** (0.000)	1.436*** (0.000)	1.479*** (0.000)	1.501*** (0.000)	1.503*** (0.000)
Country Economic Freedom	-0.786 (0.455)	-0.607 (0.548)	-0.636 (0.531)	-0.537 (0.596)	-0.655 (0.519)	-0.619 (0.544)
Country GDP p.c.	0.032 (0.990)	0.667 (0.778)	0.779 (0.739)	0.965 (0.686)	0.835 (0.724)	1.186 (0.613)
CEO Age	-0.015 (0.986)	-0.196 (0.813)	-0.158 (0.848)	-0.290 (0.730)	-0.202 (0.808)	-0.254 (0.761)
Female CEO	-1.050 (0.161)	-1.092 (0.132)	-1.091 (0.129)	-1.072 (0.133)	-1.079 (0.138)	-1.063 (0.137)
CEO Tenure = 0,	-	-	-	-	-	-
CEO Academic Background	-0.080 (0.689)	-0.097 (0.636)	-0.110 (0.580)	-0.064 (0.755)	-0.106 (0.606)	-0.089 (0.657)
CEO International Assignment Experience	-0.144 (0.385)	-0.182 (0.256)	-0.178 (0.265)	-0.207 (0.200)	-0.189 (0.238)	-0.207 (0.201)
Foreign CEO	0.313 (0.344)	0.409 (0.205)	0.449 (0.178)	0.432 (0.176)	0.401 (0.214)	0.467 (0.164)
External CEO	0.466** (0.023)	0.480** (0.019)	0.478** (0.019)	0.467** (0.023)	0.503** (0.013)	0.484** (0.018)
Board Share of Women	-1.282 (0.232)	-1.488 (0.168)	-1.515 (0.159)	-1.573 (0.149)	-1.567 (0.149)	-1.669 (0.126)
CEO-Chairman Separation	0.035 (0.849)	0.014 (0.939)	-0.014 (0.942)	0.005 (0.980)	-0.006 (0.973)	-0.042 (0.824)
Board Independence	1.874 (0.108)	1.626 (0.164)	1.537 (0.188)	1.692 (0.145)	1.621 (0.159)	1.604 (0.164)
Board Share of Foreigners	-0.979 (0.177)	-1.185* (0.092)	-1.186* (0.098)	-1.244* (0.078)	-1.231* (0.080)	-1.279* (0.076)
CEO Shareholder Expectations * External CEO				3.715* (0.094)		3.300 (0.173)
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity					2.769*** (0.000)	2.306*** (0.003)
Constant	-11.184 (0.696)	-18.810 (0.479)	-19.995 (0.447)	-22.318 (0.403)	-20.318 (0.445)	-24.324 (0.355)
Observations	647	647	647	647	647	647

Robust pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tableau 4 : Test de robustesse -acquisitions**

VARIABLES	All Acquisitions	All Acquisitions	At least one acquisition	At least one acquisition	Log of number of acquisition	Log of number of acquisition	Number of Control Acquisitions
CEO Shareholder Expectations	-3.650*** (0.001)	-5.895*** (0.000)	-4.870*** (0.009)	-9.747*** (0.000)	-0.591** (0.025)	-1.095*** (0.000)	
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity		1.407*** (0.000)		2.810*** (0.000)		0.304*** (0.004)	
Negative CEO Shareholder Expectations							-4.035*** (0.004)
Positive CEO Shareholder Expectations							-2.076 (0.432)
Negative CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)							
Positive CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)							
CEO Shareholder Expectations(Trimmed)							
CEO Shareholder Expectations (Trimmed) * Firm Liquidity (Trimmed))							
Log (CEO Shareholder Expectations)							
CEO Shareholder Expectations * Log (Firm Liquidity (Trimmed))							
Firm Size	0.302*** (0.000)	0.308*** (0.000)	0.158** (0.037)	0.173** (0.024)	0.059*** (0.001)	0.060*** (0.001)	0.276*** (0.000)
Firm Age	-0.168* (0.060)	-0.166* (0.063)	0.001 (0.992)	-0.003 (0.981)	-0.027 (0.286)	-0.028 (0.275)	-0.147 (0.112)
Firm Liquidity	0.087 (0.126)	0.076 (0.190)	0.129 (0.142)	0.112 (0.220)	0.013 (0.404)	0.008 (0.588)	0.070 (0.296)
Firm Leverage	-0.358 (0.463)	-0.538 (0.248)	0.152 (0.822)	-0.124 (0.842)	-0.128 (0.327)	-0.163 (0.194)	-0.533 (0.292)
Firm Return on Assets	1.365 (0.107)	1.385 (0.118)	1.985* (0.063)	2.080* (0.076)	0.168 (0.188)	0.134 (0.298)	1.529* (0.091)
Firm R&D Intensity	0.031 (0.964)	-0.603 (0.400)	0.022 (0.980)	-1.124 (0.255)	0.008 (0.941)	-0.081 (0.440)	0.103 (0.878)
Firm Downside Financial Risk	-22.839* (0.064)	-23.385* (0.064)	-32.931** (0.046)	-32.897* (0.053)	-4.077* (0.076)	-4.114* (0.073)	-22.625* (0.064)
Firm Industry Diversification	-0.138 (0.618)	-0.124 (0.655)	-0.015 (0.971)	-0.011 (0.981)	-0.003 (0.975)	-0.003 (0.977)	-0.198 (0.484)
Firm International Sales	0.807*** (0.003)	0.830*** (0.003)	1.026** (0.010)	1.068*** (0.009)	0.228*** (0.003)	0.235*** (0.002)	0.865*** (0.002)
Country Economic Freedom	-0.883 (0.314)	-0.982 (0.266)	-1.162 (0.430)	-1.300 (0.391)	-0.436 (0.182)	-0.454 (0.163)	-1.024 (0.260)
Country GDP p.c.	-2.226 (0.246)	-2.032 (0.298)	-4.732 (0.101)	-4.700 (0.113)	-0.346 (0.438)	-0.333 (0.457)	-1.272 (0.519)
CEO Age	-0.222 (0.734)	-0.208 (0.754)	0.649 (0.490)	0.723 (0.458)	-0.025 (0.895)	-0.025 (0.895)	-0.406 (0.542)
Female CEO	0.208 (0.593)	0.209 (0.594)	0.315 (0.548)	0.303 (0.572)	0.041 (0.732)	0.044 (0.712)	0.261 (0.484)
CEO Academic Background	0.043 (0.803)	0.026 (0.879)	-0.017 (0.939)	-0.058 (0.798)	0.002 (0.975)	-0.004 (0.941)	0.046 (0.794)
CEO International Assignment Experience	0.127 (0.424)	0.112 (0.485)	-0.022 (0.917)	-0.047 (0.829)	0.006 (0.898)	0.003 (0.950)	0.081 (0.617)
Foreign CEO	0.291 (0.253)	0.324 (0.201)	0.386 (0.355)	0.436 (0.301)	0.072 (0.435)	0.077 (0.405)	0.283 (0.281)
External CEO	-0.136 (0.456)	-0.136 (0.456)	-0.074 (0.760)	-0.055 (0.823)	-0.037 (0.384)	-0.037 (0.380)	-0.133 (0.470)
Board Share of Women	-0.521 (0.546)	-0.652 (0.446)	-1.030 (0.386)	-1.191 (0.323)	-0.072 (0.751)	-0.093 (0.680)	-0.150 (0.866)
CEO-Chairman Separation	-0.069 (0.671)	-0.097 (0.549)	-0.365 (0.110)	-0.430* (0.061)	-0.064 (0.191)	-0.070 (0.152)	-0.134 (0.414)
Board Independence	-0.736 (0.429)	-0.686 (0.469)	-0.146 (0.907)	-0.011 (0.993)	-0.080 (0.725)	-0.068 (0.768)	-0.720 (0.428)
Board Share of Foreigners	0.019 (0.966)	0.022 (0.961)	-0.173 (0.800)	-0.153 (0.822)	-0.064 (0.692)	-0.062 (0.701)	-0.083 (0.868)
Constant	25.969 (0.211)	24.502 (0.245)	53.440 (0.106)	53.614 (0.112)	6.704 (0.303)	6.726 (0.303)	17.920 (0.405)
Observations	647	647	632	632	647	647	647
R-squared					0.178	0.182	

Robust pval in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## Tableau 4 (suite)

VARIABLES	Number of Control Acquisitions						
CEO Shareholder Expectations							
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity							
Negative CEO Shareholder Expectations	-1.385 (0.713)						
Positive CEO Shareholder Expectations	-7.077** (0.016)						
Negative CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)	-1.927 (0.561)						
Positive CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)	1.856*** (0.000)						
CEO Shareholder Expectations(Trimmed)		-3.977** (0.014)	-4.255 (0.204)				
CEO Shareholder Expectations (Trimmed) * Firm Liquidity (Trimmed))			0.190 (0.924)				
Log (CEO Shareholder Expectations)				-2.732*** (0.001)	-4.715*** (0.000)		
CEO Shareholder Expectations * Log (Firm Liquidity (Trimmed))					1.449***		(0.005)
Firm Size	0.284*** (0.000)	0.281*** (0.000)	0.281*** (0.000)	0.274*** (0.000)	0.279*** (0.000)	0.273*** (0.000)	0.276*** (0.000)
Firm Age	-0.146 (0.111)	-0.146 (0.111)	-0.146 (0.110)	-0.146 (0.116)	-0.146 (0.117)	-0.155* (0.091)	-0.155* (0.091)
Firm Liquidity	0.012 (0.860)	0.050 (0.455)	0.050 (0.454)	0.068 (0.305)	0.057 (0.397)	0.068 (0.305)	0.049 (0.478)
Firm Leverage	-0.771 (0.112)	-0.762 (0.114)	-0.764 (0.114)	-0.530 (0.297)	-0.692 (0.154)	-0.534 (0.295)	-0.734 (0.132)
Firm Return on Assets	1.422 (0.124)	1.425 (0.123)	1.426 (0.123)	1.510* (0.094)	1.519 (0.107)	1.490* (0.090)	1.521 (0.102)
Firm R&D Intensity	-0.567 (0.478)	-0.384 (0.625)	-0.413 (0.629)	0.103 (0.882)	-0.489 (0.503)	0.208 (0.757)	-0.533 (0.499)
Firm Downside Financial Risk	-21.861* (0.080)	-22.553* (0.069)	-22.542* (0.069)	-22.210* (0.068)	-22.872* (0.066)	-22.287* (0.064)	-22.348* (0.068)
Firm Industry Diversification	-0.217 (0.446)	-0.212 (0.457)	-0.211 (0.459)	-0.196 (0.490)	-0.188 (0.510)	-0.204 (0.471)	-0.184 (0.516)
Firm International Sales	0.875*** (0.002)	0.874*** (0.002)	0.875*** (0.002)	0.860*** (0.002)	0.884*** (0.001)	0.862*** (0.002)	0.893*** (0.001)
Country Economic Freedom	-1.265 (0.164)	-1.214 (0.180)	-1.215 (0.180)	-1.029 (0.254)	-1.122 (0.217)	-1.080 (0.228)	-1.201 (0.182)
Country GDP p.c.	-1.394 (0.481)	-1.349 (0.499)	-1.342 (0.502)	-1.221 (0.536)	-1.005 (0.617)	-1.063 (0.584)	-0.811 (0.680)
CEO Age	-0.404 (0.546)	-0.392 (0.562)	-0.387 (0.569)	-0.441 (0.508)	-0.430 (0.525)	-0.400 (0.546)	-0.359 (0.593)
Female CEO	0.244 (0.516)	0.243 (0.520)	0.243 (0.519)	0.256 (0.488)	0.260 (0.484)	0.249 (0.503)	0.265 (0.477)
CEO Academic Background	0.027 (0.878)	0.032 (0.856)	0.032 (0.859)	0.048 (0.785)	0.034 (0.846)	0.048 (0.786)	0.039 (0.826)
CEO International Assignment Experience	0.058 (0.722)	0.059 (0.713)	0.059 (0.713)	0.079 (0.621)	0.067 (0.677)	0.084 (0.599)	0.072 (0.653)
Foreign CEO	0.359 (0.173)	0.329 (0.209)	0.328 (0.209)	0.285 (0.276)	0.308 (0.237)	0.270 (0.297)	0.297 (0.253)
External CEO	-0.158 (0.392)	-0.150 (0.412)	-0.150 (0.415)	-0.130 (0.479)	-0.127 (0.489)	-0.146 (0.424)	-0.157 (0.391)
Board Share of Women	-0.263 (0.764)	-0.285 (0.747)	-0.287 (0.745)	-0.167 (0.851)	-0.266 (0.763)	-0.135 (0.878)	-0.210 (0.809)
CEO-Chairman Separation	-0.162 (0.318)	-0.164 (0.314)	-0.165 (0.311)	-0.135 (0.410)	-0.161 (0.323)	-0.138 (0.401)	-0.164 (0.317)
Board Independence	-0.762 (0.409)	-0.720 (0.433)	-0.717 (0.437)	-0.724 (0.425)	-0.658 (0.477)	-0.645 (0.477)	-0.631 (0.494)
Board Share of Foreigners	-0.038 (0.938)	-0.037 (0.940)	-0.037 (0.939)	-0.093 (0.851)	-0.095 (0.847)	-0.083 (0.863)	-0.095 (0.842)
Constant	21.177 (0.324)	20.249 (0.350)	20.148 (0.352)	17.618 (0.410)	15.879 (0.465)	16.103 (0.445)	14.177 (0.506)
Observations	647	641	641	647	647	647	647
R-squared							

Robust pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## Tableau 5 : Test de robustesse – désinvestissements

VARIABLES	All Divestitures	All Divestitures	At least one Divestiture	At least one Divestiture	Log of number of Divestiture	Log of number of Divestiture	Number of Control Divestitures
CEO Shareholder Expectations	-2.967** (0.020)	-5.798*** (0.000)	0.072 (0.980)	-3.921 (0.261)	-0.280 (0.521)	-0.739 (0.208)	
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity		2.619*** (0.000)		3.182*** (0.004)		0.276* (0.053)	
Negative CEO Shareholder Expectations							-5.491*** (0.000)
Positive CEO Shareholder Expectations							1.620 (0.318)
Negative CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)							
Positive CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)							
CEO Shareholder Expectations(Trimmed)							
CEO Shareholder Expectations (Trimmed) * Firm Liquidity (Trimmed))							
Log (CEO Shareholder Expectations)							
CEO Shareholder Expectations * Log (Firm Liquidity (Trimmed))							
Firm Size	0.622*** (0.000)	0.626*** (0.000)	0.599*** (0.000)	0.610*** (0.000)	0.121*** (0.000)	0.121*** (0.000)	0.620*** (0.000)
Firm Age	0.025 (0.775)	0.027 (0.764)	0.043 (0.738)	0.041 (0.751)	-0.003 (0.900)	-0.004 (0.882)	0.058 (0.524)
Firm Liquidity	-0.268** (0.047)	-0.286** (0.039)	-0.255 (0.128)	-0.285* (0.099)	-0.021* (0.094)	-0.025** (0.045)	-0.300** (0.042)
Firm Leverage	-0.474 (0.397)	-0.522 (0.346)	-0.092 (0.900)	-0.150 (0.840)	-0.088 (0.421)	-0.120 (0.284)	-0.427 (0.448)
Firm Return on Assets	-2.914*** (0.000)	-3.097*** (0.000)	-3.489*** (0.000)	-3.752*** (0.000)	-0.442*** (0.001)	-0.472*** (0.001)	-2.384*** (0.001)
Firm R&D Intensity	-2.379** (0.041)	-2.965*** (0.035)	-4.363*** (0.029)	-5.384** (0.015)	-0.166 (0.147)	-0.247* (0.058)	-2.057* (0.094)
Firm Downside Financial Risk	17.552 (0.205)	16.462 (0.240)	4.504 (0.780)	3.706 (0.818)	4.236 (0.223)	4.202 (0.224)	19.114 (0.192)
Firm Industry Diversification	0.275 (0.425)	0.285 (0.409)	0.749 (0.107)	0.747 (0.110)	0.105 (0.223)	0.105 (0.222)	0.282 (0.419)
Firm International Sales	1.467*** (0.000)	1.507*** (0.000)	1.965*** (0.000)	2.036*** (0.000)	0.190** (0.011)	0.196*** (0.008)	1.508*** (0.000)
Country Economic Freedom	-0.617 (0.538)	-0.653 (0.517)	-0.238 (0.882)	-0.325 (0.840)	-0.055 (0.856)	-0.072 (0.813)	-0.403 (0.697)
Country GDP p.c.	0.843 (0.722)	1.026 (0.665)	3.220 (0.336)	3.323 (0.322)	0.398 (0.411)	0.409 (0.395)	1.222 (0.610)
CEO Age	-0.181 (0.824)	-0.187 (0.818)	-0.166 (0.883)	-0.142 (0.899)	0.053 (0.743)	0.053 (0.742)	-0.349 (0.681)
Female CEO	-0.769 (0.143)	-0.763 (0.147)	-0.799 (0.354)	-0.798 (0.357)	-0.133 (0.118)	-0.129 (0.130)	-1.022 (0.149)
CEO Academic Background	-0.129 (0.526)	-0.138 (0.499)	0.125 (0.632)	0.106 (0.684)	-0.026 (0.541)	-0.031 (0.472)	-0.088 (0.677)
CEO International Assignment Experience	-0.190 (0.233)	-0.197 (0.216)	-0.232 (0.319)	-0.241 (0.302)	-0.043 (0.333)	-0.046 (0.304)	-0.191 (0.237)
Foreign CEO	0.386 (0.225)	0.376 (0.237)	0.646 (0.152)	0.648 (0.150)	0.117 (0.174)	0.121 (0.156)	0.451 (0.182)
External CEO	0.489** (0.015)	0.511** (0.010)	0.529** (0.050)	0.549** (0.041)	0.101** (0.046)	0.101** (0.046)	0.474** (0.021)
Board Share of Women	-1.543 (0.146)	-1.612 (0.131)	-1.296 (0.320)	-1.356 (0.301)	-0.116 (0.586)	-0.136 (0.525)	-1.490 (0.182)
CEO-Chairman Separation	0.052 (0.776)	0.034 (0.853)	-0.273 (0.272)	-0.301 (0.230)	0.024 (0.596)	0.019 (0.682)	0.030 (0.874)
Board Independence	1.715 (0.146)	1.714 (0.141)	2.872* (0.068)	2.959* (0.059)	0.201 (0.318)	0.213 (0.294)	1.636 (0.148)
Board Share of Foreigners	-1.048 (0.122)	-1.088 (0.108)	-1.384 (0.169)	-1.436 (0.154)	-0.221* (0.088)	-0.219* (0.088)	-1.390* (0.054)
Constant	-20.450 (0.439)	-22.196 (0.402)	-51.270 (0.194)	-52.075 (0.189)	-6.073 (0.343)	-6.054 (0.343)	-26.087 (0.332)
Observations	647	647	630	630	647	647	647
R-squared					0.258	0.262	

Robust pval in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## Tableau 5 (suite)

VARIABLES	Number of Control Divestitures						
CEO Shareholder Expectations							
CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity							
Negative CEO Shareholder Expectations	-20.519*** (0.000)						
Positive CEO Shareholder Expectations	0.636 (0.829)						
Negative CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)	14.784*** (0.001)						
Positive CEO Shareholder Expectations * Firm Liquidity (Trimmed)	0.386 (0.851)						
CEO Shareholder Expectations(Trimmed)		-0.903 (0.598)	-8.181** (0.025)				
CEO Shareholder Expectations (Trimmed) * Firm Liquidity (Trimmed)			5.932** (0.013)				
Log (CEO Shareholder Expectations)				-2.630*** (0.001)	-5.922*** (0.000)		
CEO Shareholder Expectations * Log (Firm Liquidity (Trimmed))					3.192*** (0.000)		
Firm Size	0.627*** (0.000)	0.612*** (0.000)	0.620*** (0.000)	0.618*** (0.000)	0.623*** (0.000)	0.625*** (0.000)	0.632*** (0.000)
Firm Age	0.059 (0.513)	0.063 (0.493)	0.065 (0.472)	0.046 (0.612)	0.047 (0.603)	0.036 (0.685)	0.038 (0.668)
Firm Liquidity	-0.150 (0.295)	-0.317** (0.031)	-0.363** (0.016)	-0.312** (0.030)	-0.338** (0.022)	-0.299** (0.036)	-0.334** (0.020)
Firm Leverage	-0.421 (0.455)	-0.463 (0.428)	-0.457 (0.433)	-0.394 (0.488)	-0.469 (0.402)	-0.466 (0.409)	-0.561 (0.316)
Firm Return on Assets	-2.617*** (0.001)	-2.462*** (0.000)	-2.756*** (0.000)	-2.720*** (0.000)	-2.937*** (0.000)	-2.769*** (0.000)	-2.914*** (0.000)
Firm R&D Intensity	-2.308* (0.062)	-2.149* (0.091)	-2.554** (0.037)	-2.156* (0.071)	-2.946* (0.058)	-2.173* (0.064)	-2.823** (0.031)
Firm Downside Financial Risk	18.136 (0.235)	22.781 (0.115)	21.025 (0.149)	20.175 (0.148)	18.871 (0.184)	19.802 (0.149)	18.610 (0.182)
Firm Industry Diversification	0.279 (0.423)	0.283 (0.422)	0.287 (0.412)	0.271 (0.436)	0.275 (0.430)	0.247 (0.478)	0.269 (0.437)
Firm International Sales	1.518*** (0.000)	1.526*** (0.000)	1.550*** (0.000)	1.471*** (0.000)	1.524*** (0.000)	1.408*** (0.000)	1.441*** (0.000)
Country Economic Freedom	-0.507 (0.621)	-0.406 (0.689)	-0.516 (0.613)	-0.519 (0.607)	-0.577 (0.569)	-0.608 (0.543)	-0.616 (0.538)
Country GDP p.c.	1.671 (0.486)	1.507 (0.537)	1.706 (0.487)	1.032 (0.666)	1.218 (0.612)	0.959 (0.688)	1.032 (0.666)
CEO Age	-0.351 (0.681)	-0.530 (0.532)	-0.428 (0.620)	-0.328 (0.694)	-0.331 (0.694)	-0.230 (0.781)	-0.224 (0.788)
Female CEO	-0.962 (0.177)	-1.025 (0.161)	-1.003 (0.172)	-1.083 (0.132)	-1.065 (0.142)	-1.081 (0.129)	-1.053 (0.143)
CEO Academic Background	-0.063 (0.765)	-0.066 (0.752)	-0.073 (0.727)	-0.099 (0.635)	-0.106 (0.610)	-0.105 (0.606)	-0.107 (0.599)
CEO International Assignment Experience	-0.219 (0.174)	-0.214 (0.187)	-0.223 (0.167)	-0.197 (0.218)	-0.204 (0.201)	-0.194 (0.225)	-0.198 (0.216)
Foreign CEO	0.380 (0.268)	0.482 (0.151)	0.455 (0.167)	0.448 (0.171)	0.433 (0.186)	0.433 (0.182)	0.422 (0.191)
External CEO	0.549*** (0.007)	0.468** (0.025)	0.511** (0.012)	0.485** (0.018)	0.512** (0.011)	0.469** (0.021)	0.485** (0.016)
Board Share of Women	-1.553 (0.162)	-1.643 (0.139)	-1.764 (0.115)	-1.529 (0.160)	-1.603 (0.143)	-1.514 (0.165)	-1.574 (0.149)
CEO-Chairman Separation	-0.008 (0.965)	0.017 (0.926)	-0.006 (0.975)	0.012 (0.950)	-0.011 (0.953)	0.004 (0.984)	-0.012 (0.948)
Board Independence	1.490 (0.180)	1.642 (0.151)	1.583 (0.156)	1.591 (0.167)	1.593 (0.160)	1.601 (0.171)	1.508 (0.192)
Board Share of Foreigners	-1.496** (0.044)	-1.439** (0.044)	-1.474** (0.043)	-1.314* (0.067)	-1.366* (0.057)	-1.232* (0.081)	-1.283* (0.070)
Constant	-30.299 (0.264)	-28.140 (0.299)	-29.918 (0.275)	-22.935 (0.390)	-24.564 (0.360)	-21.986 (0.410)	-22.735 (0.394)
Observations	647	641	641	647	647	647	647
R-squared							

Robust pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tableau 6 : Effet marginal- acquisitions**

VARIABLES	marginal effect-acquisition
CEO Shareholder Expectations	-1.946*** (0.004)
Firm Liquidity	0.031 (0.467)
Foreign CEO = 1	0.183 (0.370)
External CEO = 1	-0.066 (0.569)
Firm Size	0.174*** (0.000)
Firm Age	-0.095 (0.105)
Firm Leverage	-0.448 (0.137)
Firm Return on Assets	0.910 (0.119)
Firm R&D Intensity	-0.361 (0.436)
Firm Downside Financial Risk	-13.872* (0.072)
Firm Industry Diversification	-0.123 (0.486)
Firm International Sales	0.550*** (0.002)
Country Economic Freedom	-0.670 (0.240)
Country GDP p.c.	-0.806 (0.511)
CEO Age	-0.229 (0.583)
Female CEO	0.165 (0.473)
CEO Academic Background	0.013 (0.902)
CEO International Assignment Experience	0.045 (0.650)
Board Share of Women	-0.186 (0.732)
CEO-Chairman Separation	-0.092 (0.355)
Board Independence	-0.427 (0.459)
Board Share of Foreigners	-0.031 (0.918)
Observations	647

pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Estimations include year,country and industry fixed effects

**Tableau 7 : Effet marginal-désinvestissements**

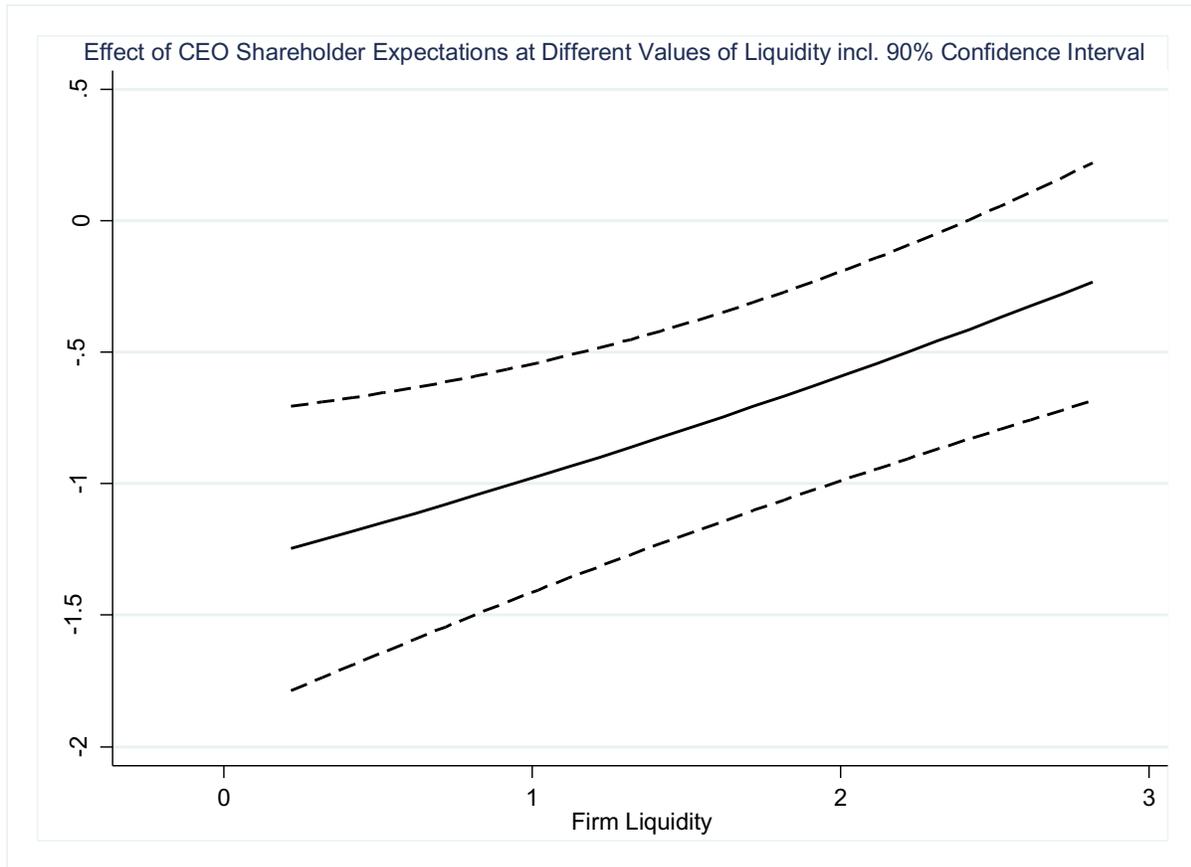
VARIABLES	marginal effect-divestiture
CEO Shareholder Expectations	-1.725** (0.015)
Firm Liquidity	-0.191** (0.028)
Foreign CEO = 1	0.491 (0.518)
External CEO = 1	0.309** (0.035)
Firm Size	0.350*** (0.000)
Firm Age	0.029 (0.561)
Firm Leverage	-0.278 (0.377)
Firm Return on Assets	-1.588*** (0.000)
Firm R&D Intensity	-1.526* (0.067)
Firm Downside Financial Risk	11.677 (0.144)
Firm Industry Diversification	0.148 (0.436)
Firm International Sales	0.838*** (0.000)
Country Economic Freedom	-0.345 (0.547)
Country GDP p.c.	0.661 (0.612)
CEO Age	-0.142 (0.762)
Female CEO	-0.593 (0.143)
CEO Academic Background	-0.050 (0.655)
CEO International Assignment Experience	-0.115 (0.198)
Board Share of Women	-0.931 (0.143)
CEO-Chairman Separation	-0.024 (0.824)
Board Independence	0.894 (0.164)
Board Share of Foreigners	-0.713* (0.077)
Observations	647

pval in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Estimations include year, country and industry fixed effects

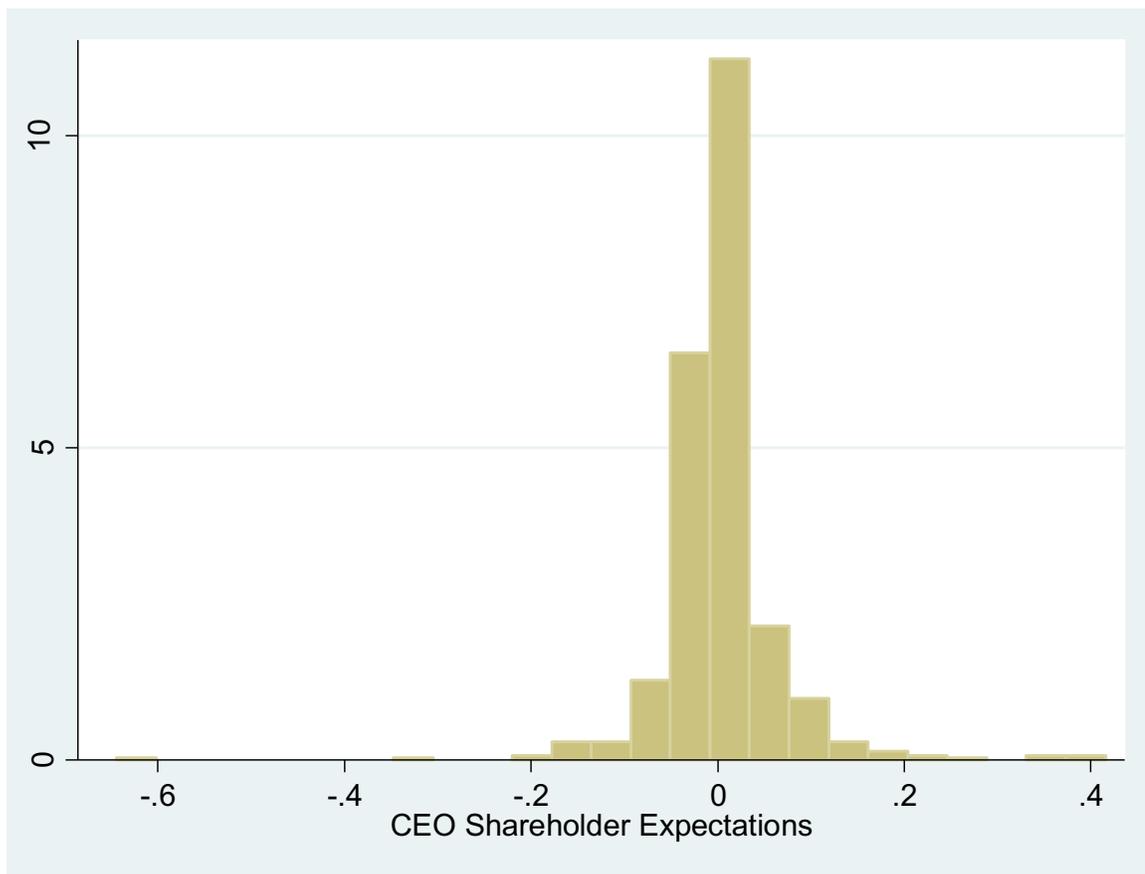
**Figure 1 : L'effet marginal de la liquidité sur le nombre des acquisitions**



**Figure 2 : L'effet marginal de la liquidité sur le nombre de désinvestissements**



**Figure 3 : La distribution des attentes des actionnaires à la suite du changement du CEO**



## Appendices

### Appendice 1 : La répartition des pays dans notre échantillon

country_iso	Freq.	Percent	Cum.
Australia	4	0.62	0.62
Austria	2	0.31	0.93
Belgium	6	0.93	1.85
Canada	19	2.94	4.79
Denmark	5	0.77	5.56
France	24	3.71	9.27
Germany	11	1.7	10.97
India	1	0.15	11.13
Japan	6	0.93	12.06
Luxembourg	1	0.15	12.21
Malaysia	1	0.15	12.36
Netherlands	8	1.24	13.6
New Zealand	1	0.15	13.76
Norway	2	0.31	14.06
Philippines	1	0.15	14.22
Singapore	3	0.46	14.68
Spain	2	0.31	14.99
Sweden	10	1.55	16.54
Switzerland	2	0.31	16.85
Ukraine	1	0.15	17
United Kingdom	59	9.12	26.12
United States of America	478	73.88	100
Total	647	100	

## Appendice 2 : Données liées aux acquisitions

Variable	observations	mean	Std.Dev.	Min	Max
nber_control_acq_a_12	647	0.61514	1.334915	0	16

nber_control_acq_a_12	Freq.	Percent	Cum.
0	443	68.47	68.47
1	116	17.93	86.4
2	40	6.18	92.58
3	29	4.48	97.06
4	7	1.08	98.15
5	5	0.77	98.92
6	2	0.31	99.23
7	1	0.15	99.38
8	1	0.15	99.54
9	1	0.15	99.69
10	1	0.15	99.85
16	1	0.15	100
Total	647	100	

### Appendice 3 : Données liées aux désinvestissements

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
nber_control_divest_a_12	647	0.5656878	1.46209	0	11

nber control divest a 12	Freq.	Percent	Cum.
0	488	75.43	75.43
1	85	13.14	88.56
2	34	5.26	93.82
3	12	1.85	95.67
4	8	1.24	96.91
5	5	0.77	97.68
6	4	0.62	98.3
7	3	0.46	98.76
8	3	0.46	99.23
9	1	0.15	99.38
10	2	0.31	99.69
11	2	0.31	100
Total	647	100	

### Appendice 4 : Données liées aux CEOs de l'étranger

Foreign CEO	Freq.	Percent	Cum.
0	600	92.74	92.74
1	47	7.26	100
Total	647	100	

### Appendice 5 : Données liées aux CEOs de l'externe

External CEO	Freq.	Percent	Cum.
0	486	75.12	75.12
1	161	24.88	100
Total	647	100	

### Appendice 6 : La répartition des nationalités des CEOs

a_nationality	Freq.	Percent	Cum.
American	257	62.53	62.53
Australian	1	0.24	62.77
Austrian	2	0.49	63.26
Belgian	2	0.49	63.75
British	59	14.36	78.1
Canadian	12	2.92	81.02
Danish	4	0.97	82
Dutch	11	2.68	84.67
Filipino	1	0.24	84.91
French	22	5.35	90.27
German	12	2.92	93.19
Italian	2	0.49	93.67
Japanese	3	0.73	94.4
Malaysian	1	0.24	94.65
New Zealander	1	0.24	94.89
Norwegian	3	0.73	95.62
Singaporean	1	0.24	95.86
South African	1	0.24	96.11
Spanish	3	0.73	96.84
Swedish	9	2.19	99.03
Swiss	3	0.73	99.76
Ukrainian	1	0.24	100
Total	411	100	

## Appendice 7 : Données relatives à la réaction des actionnaires

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Les attentes des actionnaires	647	0.0038168	0.0645431	-	0.4158489

## Appendice 8 :Signification économique liée aux acquisitions

	b	z	P>z	%	%StdX	SDofX
CEO Shareholder Expectations	-3.2965	-2.805	0.005	-96.3	-19.2	0.065
Firm Size	0.2753	5.001	0	31.7	68.2	1.888
Firm Age	-0.1474	-1.604	0.109	-13.7	-13	0.942
Firm Liquidity	0.0671	1.008	0.313	6.9	9.3	1.325
Firm Leverage	-0.5384	-1.055	0.291	-41.6	-8.9	0.172
Firm Return on Assets	1.4659	1.646	0.1	333.1	23.9	0.146
Firm R&D Intensity	0.1363	0.197	0.844	14.6	2.5	0.178
Firm Down Side Financial Risk	-21.9363	-1.804	0.071	-100	-17.1	0.009
Firm Industry Diversification	-0.2034	-0.72	0.472	-18.4	-4.8	0.243
Firm International Sales	0.8563	3.094	0.002	135.4	29.9	0.305
Country Economic Freedom	-1.0523	-1.174	0.24	-65.1	-26.8	0.296
Country GDP p.c.	-1.3795	-0.705	0.481	-74.8	-28.2	0.24
CEO Age	-0.4041	-0.609	0.542	-33.2	-4.5	0.115
Female CEO	0.2494	0.673	0.501	28.3	4.6	0.181
CEO Academic Background	0.047	0.268	0.789	4.8	2.1	0.442
CEO International Assignment Experience	0.079	0.492	0.623	8.2	3.7	0.466
Foreign CEO	0.2837	1.084	0.279	32.8	7.6	0.26
External CEO	-0.1372	-0.749	0.454	-12.8	-5.8	0.433
Board Share of Women	-0.1559	-0.176	0.861	-14.4	-1.6	0.103
CEO-Chairman Separation	-0.1352	-0.826	0.409	-12.6	-6.1	0.466
Board Independence	-0.7455	-0.825	0.409	-52.6	-9	0.126
Board Share of Foreigners	-0.069	-0.141	0.888	-6.7	-1.2	0.18
constant	19.3745	0.913	0.361	.	.	.
alpha						
lnalpha	0.0892	..	.	.	.	.
alpha	1.0933	..	.	.	.	.
LR test of	alpha=0:	Prob>=LRX2 =	.	.	.	.

## Appendice 9 : Signification économique liée aux désinvestissements

	b	z	P>z	%	%StdX	SDofX
CEO Shareholder Expectations	-2.7227	-2.075	0.038	-93.4	-16.1	0.065
Firm Size	0.6178	9.762	0	85.5	221.1	1.888
Firm Age	0.0387	0.433	0.665	3.9	3.7	0.942
Firm Liquidity	-0.3134	-2.18	0.029	-26.9	-34	1.325
Firm Leverage	-0.4452	-0.788	0.431	-35.9	-7.4	0.172
Firm Return on Assets	-2.839	-4.219	0	-94.2	-34	0.146
Firm R&D Intensity	-2.2831	-1.882	0.06	-89.8	-33.4	0.178
Firm Down Side Financial Risk	19.133	1.403	0.161	2.00E+10	17.8	0.009
Firm Industry Diversification	0.2336	0.673	0.501	26.3	5.9	0.243
Firm International Sales	1.4535	4.345	0	327.8	55.9	0.305
Country Economic Freedom	-0.6074	-0.601	0.548	-45.5	-16.5	0.296
Country GDP p.c.	0.6667	0.282	0.778	94.8	17.3	0.24
CEO Age	-0.1962	-0.236	0.813	-17.8	-2.2	0.115
Female CEO	-1.092	-1.508	0.132	-66.4	-18	0.181
CEO Academic Background	-0.0969	-0.473	0.636	-9.2	-4.2	0.442
CEO International Assignment Experience	-0.1816	-1.136	0.256	-16.6	-8.1	0.466
Foreign CEO	0.4091	1.268	0.205	50.5	11.2	0.26
External CEO	0.4796	2.349	0.019	61.5	23.1	0.433
Board Share of Women	-1.4876	-1.377	0.168	-77.4	-14.2	0.103
CEO-Chairman Separation	0.0144	0.077	0.939	1.4	0.7	0.466
Board Independence	1.6258	1.393	0.164	408.2	22.7	0.126
Board Shareof Foreigners	-1.1846	-1.685	0.092	-69.4	-19.2	0.18
constant	-18.8102	-0.708	0.479	.	.	.
alpha						
lnalpha	0.1436	.	.	.	.	.
alpha	1.1544	.	.	.	.	.
LR test of	alpha=0:	Prob>=LRX2	=	.	.	.

## Appendice 10 : Régression de Poisson-Acquisitions

nber_control_acq_a_12	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
Constante	-0.4858943	0.0501255	-9.69	0	-0.5841384 -0.38765

Deviance goodness-of-fit	=	1124.779
Prob > chi2(646)	=	0
Pearson goodness-of-fit	=	1871.377
Prob > chi2(646)	=	0

## Appendice 11 : Régression de Poisson-Désinvestissements

nber_control_divest_a_12	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
Constante	-0.569713	0.0522708	-10.9	0	-0.6721619 -0.46726

Deviance goodness-of-fit	=	1264.299
Prob > chi2(646)	=	0
Pearson goodness-of-fit	=	2441.202
Prob > chi2(646)	=	0

