

Décisions de GRH et performance boursière : existerait-il une spécificité du marché français ?

Jérôme HUBLER et Géraldine SCHMIDT

Lorsque Didier Pineau-Valenciennes annonce publiquement, en avril 1998, son départ de la présidence de Schneider en janvier 1999 et son remplacement par Henri Lachmann, actuel président de Strafor-Facom, l'action Schneider subit dès le lendemain l'un des plus importants replis de la séance (- 2,9 %), alors que celle de Strafor-Facom inscrit un plus-haut de l'année en terminant (+ 1,6 %). La presse économique a largement fait écho de cet « effet Lachmann »¹. Plus généralement, la presse spécialisée et maintenant grand public semble friande des informations relatives à la sphère financière et à ses réactions — souvent surprenantes donc médiatiques — face à des événements de nature sociale ou sociétale. Les exemples répétés d'annonces de suppressions d'emplois massives suivies d'une hausse des cours en constituent des illustrations exacerbées.

Pourtant, on est en droit de se demander dans quelle mesure la médiatisation de ces phénomènes boursiers, à l'intersection de l'économique et du social, du monde financier et du monde réel, ne risque pas de réduire des relations et réactions complexes en un lien de cause à effet simpliste. Or, paradoxe étonnant, ces relations entre des décisions sociales et la valeur boursière des entreprises n'ont guère encore fait l'objet d'analyses approfondies en France². D'ailleurs, le rapprochement de la première phrase du premier chapitre et de la dernière phrase de la conclusion générale de l'ouvrage de Charles-Henri D'Arcimoles (1995) est pour le moins éloquent : « La possible place des ressources humaines dans le diagnostic financier externe n'est pas a priori évidente » (p. 23). et « [...] la complexité de la GRH continuera d'établir une zone d'ombre, peu fréquentée, entre les investisseurs et la réalité économique et sociale de l'entreprise » (p. 206).

Des études, principalement anglo-saxonnes, ont commencé, depuis la fin des années 70, à occuper le terrain de recherche en friches des relations entre les décisions de gestion des ressources humaines et la performance à court et moyen terme des entreprises : elles s'appuient sur des fondements théoriques issus des théories de la firme et prennent souvent, lorsqu'elles sont empiriques, la forme d'études d'événements. L'analyse de leurs thématiques et méthodes de recherche permettra tout d'abord de positionner la présente recherche par rapport à la littérature existante (1.). Les choix méthodologiques sont ensuite détaillés, de la phase de recueil des données à la phase d'analyse statistique des résultats (2.). Finalement, une présentation générale et descriptive des résultats cédera la place à une discussion et à une tentative d'interprétation des relations existant à court terme entre l'annonce de décisions de GRH et la valeur de l'entreprise, dans le cas du marché français (3.). Ces résultats seront intéressants à confronter aux conclusions d'études comparables menées sur le marché américain d'une part, et aux résultats d'une étude antérieure similaire³, menée sur le marché français sur un plus petit échantillon d'événements, d'autre part.

¹ Voir par exemple La Tribune du 12 avril 1998 (et des jours suivants)

² Il est cependant intéressant de souligner l'émergence d'un courant de recherche sur les études d'événements appliquées à la GRH, initié par le Professeur José Aïllouche dans le cadre de la formation doctorale de l'Université de Versailles Saint-Quentin en Yvelines.

³ HUBLER Jérôme, SCHMIDT Géraldine. « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises. Application d'une méthodologie d'études d'événements », Actes des XIII Journées Nationales des IAE, Toulouse, Avril 1996, pp. 448-467

1. L'ANALYSE DES EFFETS DES DECISIONS DE GRH SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES. ETAT DE L'ART ET PROBLEMATIQUE RETENUE

1.1. Thématiques, théories et choix méthodologiques dominants

L'analyse des effets des décisions de GRH sur la performance des entreprises peut prendre différentes formes, théoriques et méthodologiques, selon le critère de performance retenu d'une part (performance boursière ou performance économique-financière), et selon le type de décision de GRH considéré d'autre part (une variable spécifique ou plusieurs variables de GRH).

Parmi les variables spécifiquement et isolément prises en compte dans les études, quatre d'entre elles constituent le quasi-totalité des thématiques retenues. Il s'agit 1. des changements de dirigeants (taux de turnover des dirigeants, départs différenciés le cas échéant selon la cause du départ et succession) ; 2. des systèmes de rémunérations des dirigeants, des cadres supérieurs ou de l'ensemble des salariés (avec des thèmes plus précis comme les *stock-options* notamment) ; 3. des relations industrielles au sens large (syndicalisation, négociations syndicales, conflits sociaux) et 4. des restructurations (fermeture de sites, plan de restructuration). De ces choix découlent des soubassements théoriques distincts et des protocoles méthodologiques spécifiques.

Notamment, les études testant les relations entre des variables de GRH (unique ou multiples) et la valeur boursière des entreprises s'appuient sur le modèle théorique général des marchés efficients et adoptent une méthodologie d'études d'événements : elle consiste à mesurer l'impact d'une nouvelle information (événement) sur l'évolution des cours boursiers des entreprises, à partir d'un modèle d'estimation des rendements anormaux, dans la lignée des travaux initiés par Fama, Jensen et Roll en 1969.

En revanche, les modèles théoriques permettant d'expliquer les relations éventuelles entre des variables de GRH, quelles qu'elles soient, et les performances économiques de l'entreprise sont absents du corpus de connaissances en sciences de gestion. Les réflexions insistent sur le caractère stratégique de la GRH sans réellement mettre en oeuvre des recherches se donnant les moyens de vérifier une telle assertion ou de mesurer les relations entre politiques de GRH et performances de l'entreprise. En réalité, ces relations ne peuvent être appréhendés qu'indirectement, à travers des variables tierces que sont les performances individuelles au travail, les performances organisationnelles et les performances sociales. Et l'on rejoint alors les travaux consacrés d'une part au lien politique de GRH/performance individuelle et, d'autre part, au lien performance économique/performance sociale⁴. Les méthodologies adoptées dans ces recherches sont la plupart du temps fondées sur des modèles de régression statistique, dans le but de faire ressortir les relations significatives entre deux ou plusieurs variables (régression linéaire ou multiple)⁵. Certaines études font appel à des méthodologies comparatives, avec des échantillons appariés, permettant de confronter les performances d'entreprises ayant mis en oeuvre telle ou telle décision de GRH et celles qui ne l'ont pas fait (tests statistiques de comparaisons de moyenne)⁶.

1.1.1. Dirigeants et performance

Les théories avancées pour l'interprétation des liens entre le turnover des dirigeants et les performances de l'entreprise peuvent être analysées à plusieurs niveaux. Certains évoquent

⁴ Voir par exemple en France les travaux de J. ALLOUCHE (1984), « Performances économiques et performances sociales : cohérence ou contradiction ? », Institut ADIA) et de C.H. D'ARCIMOLES (1995), *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Paris : Economica.

⁵ C'est le cas des recherches publiées par W.G. LEWELLEN et B. HUNTSMANN (1970), de R.T. MASSON (1971), A.T. COUGHLAN et R.M. SCHMIDT (1985), etc. avec comme variable dépendante les rémunérations des dirigeants au sens large.

⁶ Par exemple, c'est le cas de B.E. BECKER (1987) qui compare les effets des négociations syndicales selon qu'elles aboutissent à une concession de la part des syndicats ou non.

explicitement et précisément les "théories de la succession"⁷ Ces théories tentent d'expliquer les relations entre le changement de dirigeant(s) et les performances de l'entreprise, avant et après la succession : certains postulent que le changement de dirigeants intervient dans un contexte de performances médiocres, et que la succession entraîne une amélioration de ces performances ; d'autres supposent à l'inverse que le changement de dirigeants est source d'instabilité et affecte en ce sens les performances de l'entreprise ; d'autres enfin nient l'existence même de relations entre le changement de dirigeants et les performances de l'entreprise. En réalité, ces "théories de la succession" font appel, plus généralement, aux théories du comportement organisationnel et aux théories du leadership issues de la littérature (psycho-)sociologique et qui formulent des hypothèses sur le degré d'autonomie entre les individus-leaders et l'organisation. Enfin, sur un plan encore différent, ces théories ont en toile de fond les hypothèses de la théorie de l'agence, et notamment, la divergence d'intérêts supposée entre le manager (l'agent) et l'actionnaire (le principal).⁸ En France, les travaux de Dherment-Ferere, notamment fondés sur les théories de l'enracinement (les compétences du dirigeant en place, spécifiques à la firme, sont difficiles à remplacer) conduisent à une tentative de modélisation des composantes de l'impact du changement de dirigeant sur la richesse des actionnaires (Dherment-Ferere, 1998).

1.1.2. Systèmes de rémunérations et performances

Les modèles théoriques explicatifs proposés pour l'interprétation des liens entre les systèmes de rémunérations en vigueur (ou annoncés comme devant être mis en place) et les performances de l'entreprise sont probablement les plus construits et les plus formalisés (par les économistes principalement)⁹. Ils renvoient aux réflexions déjà anciennes sur les systèmes d'incitations des dirigeants et la séparation contrôle/propriété.¹⁰ Ces travaux font à nouveau référence aux relations d'agence entre actionnaires et dirigeants : ils visent à tester les effets des mécanismes d'incitation des dirigeants sur le degré de conformité de leur comportement et décisions aux intérêts des actionnaires.

1.1.3. Relations industrielles et performances

Les théories sous-jacentes aux études testant les relations entre performance des entreprises et décisions ou événements relatifs au système de relations industrielles sont plus hétérogènes — donc moins faciles à appréhender — car elles sont en fait indirectement induites par le type de variable ou de décision analysée. Ainsi, lorsqu'il s'agit de négociations salariales, les référents théoriques sont ceux des mécanismes d'incitation et de motivation des salariés (J.M. Abowd, 1989) ; lorsqu'il s'agit de la présence syndicale en elle-même, les travaux renvoient pour partie aux relations d'agence au sens où des salariés syndiqués généreraient des coûts d'agence supplémentaires (R.S. Ruback, M.B. Zimmerman, 1984) ; lorsqu'il s'agit de la survenance de conflits sociaux (et plus précisément de grèves), les auteurs font référence aux modèles d'analyse des coûts des conflits sociaux (B.E. Becker, 1987 ; B.E. Becker, C.A. Olson, 1986) ou encore de prédictibilité des grèves (G.R. Neumann, 1980). Certains vont même jusqu'à se demander dans quelle mesure une grève dans une entreprise donnée peut avoir des incidences sur la valeur boursière des entreprises concurrents qui ne sont pas en grève (Kramer, Vasconcellos, 1996).

1.1.4. Restructurations et performances

Les études centrées sur la relation entre l'annonce d'une fermeture de sites et la valeur boursière de la firme mettent l'accent sur l'ambivalence théorique de la question (Kalra et al., 1994) : d'un côté, ce type d'événements peut être positivement interprété si l'on fait

⁷ Voir par exemple les introductions des articles par I. KESNER, D. R. DALTON (1994) ou encore M. LUBATKIN, et al. (1989).

⁸ On renverra traditionnellement à quelques textes majeurs sur la théorie de l'agence E. FAMA. (1980) et M.C. JENSEN et H. MECKLING. (1976).

⁹ C'est d'ailleurs sur ce thème que les travaux recueillis sont les plus nombreux et les plus approfondis. En outre, la variable des "rémunérations" est analysée sous plusieurs angles : niveau de rémunération, système de rémunération, plan de stocks-options, etc.

¹⁰ Ici encore, on citera quelques textes fondateurs : A.A. BERLE et G.C. MEANS.(1932) ; W.J. BAUMOL (1959).

l'hypothèse que les dirigeants agissent en vue de maximiser la richesse des actionnaires ; d'un autre côté, le besoin même de fermer un site révèle l'existence d'une situation financière difficile et véhicule donc des informations négativement interprétées par les actionnaires. Le contexte ou le « profil financier » des entreprises concernées semble être un facteur déterminant du type de réaction (Gombola, Tsetekos, 1991, 1992). Assez surprenante est l'absence des études explicitement centrées sur l'annonce de suppressions ou de création d'emplois. On notera cependant les travaux de Meschi : ils mettent en relation, à travers la théorie des anticipations rationnelles des acteurs sur les marchés (marchés supposés efficaces) et la théorie socio-économique (sensibilité des acteurs à des informations socio-organisationnelles), la création de valeur économique pour l'entreprise et la création de valeur pour l'actionnaire dans le cadre d'une annonce de suppressions d'emplois, de plan social ou encore de « downsizing » (Meschi, 1996, 1997, 1998).

Les sous-basements théoriques et les lignes méthodologiques générales des recherches existantes étant présentés, une attention particulière peut être portée sur les travaux fondés sur des méthodologies d'études d'événements visant à mesurer les effets de variable(s) de GRH sur la valeur de la firme, à partir d'une observation des cours boursiers.

1.2. Evénements de GRH et valeur boursière: une synthèse des résultats empiriques existants

Le tableau synoptique en annexe (Tableau 1.) regroupe, en les classant selon le type de décisions de GRH considéré, quelques études empiriques menées dans cette optique. Une rapide lecture de ce tableau souligne la diversité des paramètres méthodologiques utilisés et, *a contrario*, la relative homogénéité — et même une certaine simplicité — des questions posées et des variables intégrées dans les études. Les conclusions sont quant à elles parfois contradictoires mais restent surtout difficilement comparables compte tenu de l'hétérogénéité méthodologique mentionnée précédemment. Au-delà des contradictions ou des nuances dans les résultats des recherches, quelques lignes directrices peuvent être dégagées pour résumer les hypothèses confirmées par les études empiriques :

- *Les changements de dirigeants* ont généralement un effet négatif sur la valeur de la firme. Cet effet négatif est amoindri — voire inversé — dans le cas de changements involontaires (dus à des facteurs exogènes comme le décès du dirigeant par exemple) et lorsque le successeur vient de l'extérieur : Rosenstein et Wyatt (1990) interprètent ce dernier élément en faisant l'hypothèse que les dirigeants extérieurs sont choisis dans l'intérêt des actionnaires. D'autres facteurs de contingence sont avancés comme la santé financière de l'entreprise au moment du changement (Bonnier, Bruner, 1989 montrent que si la santé financière est mauvaise, alors le signal donné par le changement de dirigeants est positif), le type de dirigeant dont il s'agit (PDG ou DG), la taille de l'entreprise (PME ou grande entreprise), etc. (Etebari, Horrigan et Landwehr, 1987 ; Lubatkin, Chung, Rogers et Owers, 1989 ; Mahajan, Lummer, 1993 ; Reinganum, 1985). En fait, il convient de distinguer, dans l'événement « changement de dirigeants », deux sous-annonces : celle du départ de l'un et celle de l'arrivée de l'autre. Davidson, Worrell et Cheng (1990) trouvent une réaction globalement positive à l'annonce des nominations. Plus précisément, Worrell et Glascock montrent en 1993 que les annonces de départs contenant une information ferme sur le remplaçant ont un effet positif, alors que dans le cas contraire aucun effet n'est observé.

- *La mise en place de plans de rémunérations*, à court terme ou à long terme, des dirigeants (respectivement Brickley, Bhagat et Lease, 1985 ; Tehranian et Waeglein, 1985) a des effets positifs sur les cours boursiers de l'entreprise concernée. Dans le cas de la mise en place de plans de stocks-options pour les dirigeants, des effets sont contraires sont observés sur le marché des actions (effet positif) et sur le marché des obligations (effet négatif) par De Fusco et Johnson en 1990. Enfin, les concessions salariales sont accueillies positivement par les acteurs sur le marché (signe d'une redistribution des richesses des salariés vers les actionnaires), mais l'ampleur de l'effet reste dépendant au contexte des négociations salariales (nature, délai, etc.) (Thomas, Officer, Brown-Johnson, 1995).

• *L'apparition d'une grève* a un effet négatif sur la richesse des actionnaires (Becker, Olson, 1986), ainsi que la syndicalisation dans certains contextes seulement (Ruback et Zimmerman, 1984). L'avis des auteurs est partagé sur l'ampleur de cet effet négatif. Par ailleurs, le marché est capable de prédire l'apparition d'une grève. (Neumann, 1980). Enfin, les grèves d'une entreprise n'affecteraient pas la valeur boursière de ses entreprises concurrentes, infirmant ainsi l'hypothèse selon laquelle les pertes économiques des entreprises en grèves seraient reprises au bénéfice de celles qui ne le sont pas au sein d'un même secteur (Kramer, Vasconcellos, 1996). *Les concessions syndicales* ont en revanche des effets positifs sur la richesse des actionnaires, au détriment de celle des salariés (Becker, 1987), alors que les *élections syndicales* ou la reconnaissance d'un syndicat au sein d'une entreprise a des effets négatifs (Ruback et Zimmerman, 1984 ; Bronars et Deere, 1990 ; Martinello et al., 1995).

• *Les restructurations (fermeture de sites essentiellement)* semblent susciter un accueil négatif globalement sur les marchés boursiers. Cet accueil négatif serait même renforcé lorsque le contexte économique-financier de l'entreprise est connu comme étant mauvais ; en revanche, les effets restent non significatifs lorsque les sites concernés sont périphériques à l'entreprise ou à l'étranger (Gombola, Tsetekos, 1992). Kalra et Henderson (1994) affinent ce résultat global en différenciant les fermetures « offensives » des fermetures « défensives » : les premières susciteraient des réactions positives, contrairement aux secondes. Enfin, l'importance du préavis proposé par l'entreprise aux salariés n'influencerait pas les réactions du marché boursier (Spivey et al., 1994).

La synthèse de ces différentes études empiriques donne un aperçu des problématiques le plus souvent retenues, des protocoles méthodologiques adoptés pour y répondre, et des conclusions apportées par les auteurs sur les relations décisions de GRH/valeur de la firme. Ceci permet notamment de positionner les choix de notre propre travail par rapport aux études précédentes.

1.3. Choix problématiques et méthodologiques : la recherche d'une comparabilité avec Abowd et al. (1990)

Parmi les études référencées, celle de Abowd et alii (1990) constitue notre point d'ancrage et de comparabilité. Réalisée sur une série de décisions de GRH variées, à partir d'un modèle traditionnel d'étude d'événements à court terme, elle répond aux objectifs fixés pour cette recherche. Par ailleurs, la présente étude s'inscrit en prolongement de l'étude antérieure exploratoire menée sur le marché français et dont les choix méthodologiques et principaux résultats sont intégrés au tableau synoptique précédent (Hubler, Schmidt, 1996).

• *L'objectif principal* de la recherche consiste à mettre en évidence l'existence, puis à mesurer l'influence, de la publication d'informations financières dans la presse spécialisée sur l'évolution des cours boursiers des sociétés concernées. Etant donné la diversité des types d'informations publiées, et afin d'assurer l'homogénéité de l'échantillon des informations utilisées, ont été retenus les événements relatifs aux politiques sociales et de Gestion des Ressources Humaines des entreprises.

Il s'agit par conséquent de mesurer l'influence de l'annonce d'événements relatifs à la politique de GRH des entreprises sur l'évolution du cours boursier de leurs actions.

• De cet objectif central découlent *deux objectifs secondaires* : d'une part, apprécier l'apport informatif des journaux d'informations financières auprès des acteurs du marché boursier ; d'autre part, un effort de comparabilité avec le contexte et les choix de l'étude menée par Abowd et alii en 1990 devrait permettre de confronter les réactions des marchés boursiers français et américains à l'annonce d'événements relatifs à la politique de GRH des entreprises cotées.

Pour répondre à ces objectifs, un protocole méthodologique a été construit, qui est détaillé dans la partie suivante.

2. UNE ETUDE D'ÉVÉNEMENTS APPLIQUÉE AUX DÉCISIONS DE GRH : PRÉSENTATION ET DISCUSSION DES CHOIX MÉTHODOLOGIQUES

2.1. Le modèle d'estimation et autres paramètres méthodologiques

Des choix successifs sont toujours nécessaires dans la définition d'une méthodologie d'étude d'événement, au cours de chacune de ses différentes étapes. Le principe directeur de ceux effectués dans cette étude était de rechercher autant que possible une proximité entre la méthodologie mise en oeuvre et celle employée dans les études précédentes, que ce soit sur le marché français ou sur le marché américain. Cette proximité est recherchée pour plusieurs raisons toutefois très liées les unes aux autres.

En premier lieu, elle assure une comparabilité des résultats obtenus avec ceux des études antérieures devenues comparables. Ces rapprochements permettent de ne pouvoir attribuer à des différences de méthodologie d'éventuelles divergences de conclusions. Cet aspect est particulièrement important dans cette étude puisqu'elle se veut être en grande partie un prolongement, une extension de l'unique étude précédente, exploratoire, sur ce sujet en France. Sur un marché comme le marché américain, où les études antérieures sont plus nombreuses, il serait relativement plus aisé de faire la part des conséquences des choix méthodologiques effectués des divergences effectives tenant aux phénomènes étudiés. En France, la comparabilité immédiate avec l'étude précédente est un point important qui a conduit à l'adoption d'une méthodologie identique.

En second lieu, on ne peut que constater que la plupart des études antérieures utilisent des méthodes très proches les unes des autres dans la conduite de leur étude d'événement. Cet aspect est également vrai pour l'étude française précédente où avait alors été retenue une démarche similaire à celle de la littérature américaine qui lui servait de référence. En cherchant à assurer une comparabilité avec les études antérieures, ce qui constituait l'objectif premier de ces choix, on peut assurer simultanément du fait de cette proximité une comparabilité avec la plupart de ces études.

Enfin, et en troisième lieu, on constate sans surprise que cette démarche centrale commune dans ses grandes lignes à la plupart des études de la littérature scientifique américaine et française sur ce sujet, est une démarche très classique des études d'événements en général, quelle qu'en soit l'objet. Directement issue des travaux initiaux de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), elle est souvent considérée, tout au moins en envisageant le nombre d'études publiées, comme la démarche de référence des méthodologies d'études d'événement, et ce malgré la multiplication depuis de propositions de variantes méthodologiques plus complexes. Cette méthodologie présente ainsi également l'avantage d'être une démarche fréquemment employée et abondamment documentée, cette étude n'étant pas le lieu d'expérimentations méthodologiques. Mais, abordant un sujet nouveau pratiquement pas analysé en France, elle se doit de retenir une démarche assurée et expérimentée.

L'influence d'un événement sur le cours d'un titre sur une période donnée est isolée en y évaluant le rendement anormal pouvant lui être attribué. Ce rendement anormal est envisagé comme l'écart entre le rendement effectivement observé de ce titre sur cette période et une estimation du rendement qui aurait été le sien sur cette période si l'événement n'était pas survenu. Ce rendement estimé du titre hors de tout impact de l'événement est appelé rendement normal.

On a alors : $\hat{RA}_i = R_{it} - \hat{RN}_{it}$

où on note :

\hat{RA}_{it} le rendement anormal estimé du titre i sur la période t

R_{it} le rendement observé du titre i sur la période t

\hat{RN}_i le rendement normal estimé du titre i sur la période t

Le rendement normal d'un titre sur une période est estimé à l'aide d'un modèle de marché unifactoriel classique de formulation générale :

$$\tilde{R}_i = \alpha_i + \beta_i \cdot \tilde{R}_m + \tilde{\varepsilon}_i$$

où :

\tilde{R}_i et \tilde{R}_m sont respectivement des variables aléatoires représentant les rendements du titre i et du marché sur une période t et,

α_i et β_i sont des paramètres propres au titre i .

On estime, employant ce modèle, le rendement normal d'un titre i sur une période t par :

$$\hat{RN}_i = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_m$$

où :

R_m est le rendement de marché observé sur la période t et,

$\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont des estimations des paramètres α_i et β_i du titre i .

Les estimations $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ des paramètres α_i et β_i du titre i sont effectuées sur une période d'estimation antérieure à la fenêtre de l'événement, par la méthode des moindres carrés ordinaires. On a donc sur une période de temps t appartenant à la fenêtre de l'événement du titre i :

$$\hat{RA}_i = R_i - \alpha_i - \beta_i \cdot \tilde{R}_m$$

Dans un premier temps, le rendement anormal généré par la survenue de l'événement a été estimé pour chaque titre i appartenant à l'échantillon et pour chaque période T de la fenêtre de l'événement. A chaque distance T donnée de l'événement, est ensuite calculé un rendement anormal moyen entre les titres de l'échantillon :

$$RAM_T = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{RA}_{i,T}}{N}$$

où :

N est le nombre de titres de l'échantillon,

$\hat{RA}_{i,T}$ est le rendement anormal du titre i sur une période située à une distance T de l'événement,

RAM_T est le rendement anormal moyen des titres de l'échantillon à une distance T de l'événement.

Ce rendement anormal moyen évalue l'influence moyenne de l'événement sur les rendements des titres de l'échantillon à une distance donnée de la date de l'événement. Ces rendements anormaux moyens sont ainsi calculés à chaque distance de la date de l'événement appartenant à la fenêtre de l'événement afin de mettre en évidence l'évolution de l'impact éventuel de l'événement par rapport à cette date.

A partir de ces rendements anormaux moyens ont ensuite été calculés les rendements anormaux moyens cumulés. Le rendement anormal moyen cumulé à une distance T donnée de la

date de l'événement, est égal à la somme des rendement anormaux moyens générés par l'événement depuis le début de la fenêtre de l'événement, soit :

$$RAMC_T = \sum_{j=T_d}^T RAM_j = \frac{\sum_{j=T_d}^T \sum_{i=1}^N \hat{RA}_{ij}}{N}$$

où :

T_d est la date du début de la fenêtre de l'événement, donc située T_d périodes avant la date de survenue de l'événement,

$RAMC_T$ est le rendement anormal moyen cumulé à la date T, (cumulé de la date T_d à la date T) des titres de l'échantillon.

Contrairement au rendement anormal moyen qui estime l'influence de l'événement sur une période donnée, à une distance donnée de l'événement, le rendement anormal moyen cumulé évalue globalement l'importance de l'impact de l'événement sur les taux de rendement des titres sur l'ensemble les périodes de temps depuis le début de la fenêtre de l'événement. Le rendement anormal moyen cumulé est calculé successivement sur chacune des périodes de la fenêtre de l'événement.

Enfin, à chaque période, à chaque distance T de la fenêtre de l'événement, la significativité statistique du rendement anormal moyen a été testée en employant un test de Student bilatéral. Lors de la standardisation des rendements anormaux moyens, l'écart type a été estimé transversalement entre les rendements anormaux des titres sur une période T donnée.

Le critère du test de Student lors du test des rendements anormaux moyens est ici :

où :

$$C_{RAM_T} = \frac{RAM_T}{S_{RAM_T}}$$

$$S_{RAM_T} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (\hat{RA}_{i,T} - RAM_T)^2}{N-1}}, \text{ avec : } RAM_T = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{RA}_{i,T}}{N}$$

On a alors :

$$C_{RAM_T} \approx T(N-1)$$

Des représentations graphiques de l'évolution des rendements anormaux moyens et des rendements anormaux moyens cumulés sont ensuite proposées.

2.2. Les données recueillies et leur analyse

Les choix de la fenêtre de l'événement, de la période d'estimation, et de la périodicité des données sont interdépendants. L'objectif étant d'effectuer une étude de court terme de l'impact de l'annonce elle-même des événements de GRH, une périodicité quotidienne des données a été adoptée. Elle conduit à retenir une fenêtre de l'événement relativement courte comprenant les quelques jours entourant la date de l'événement. La fenêtre de l'événement choisie comprend les dix jours précédents et les trois jours suivants la date de l'annonce. Ce choix présente deux avantages. D'une part, cette fenêtre est identique à celles des autres études de court terme généralistes qui étudient simultanément différents types d'événements de GRH (à l'étude précédente sur le marché français et à l'étude de Abowd et al. (1990) sur le marché américain). D'autre part, cette fenêtre est suffisante pour couvrir et dépasser légèrement celles employées par

les autres études antérieures. Les fenêtres de l'événement de ces études de court terme comprennent dans presque tous les cas les un ou deux jours précédant et suivant le jour de l'annonce (Cf. tableau synoptique des études empiriques). Les modèles de marché ont été estimés pour chacun des titres de l'échantillon durant les 90 jours précédant cette fenêtre de l'événement (entre $j-101$ et $j-11$).

A été étudié l'impact sur les taux de rendement des actions des annonces d'événements liés à la GRH publiées dans les deux principaux quotidiens économiques français : Les Echos et la Tribune. La période d'étude, de cinq ans, comprend les années de 1992 à 1996. Dans un premier temps, un premier échantillon, très vaste, a été constitué, consistant en un relevé de toutes les informations de GRH publiées dans ces deux journaux durant cette période. Il en a ensuite été tiré un second échantillon ne comprenant parmi ces informations que celles concernant des entreprises cotées pour leurs actions sur le marché boursier français (quel que soit leur compartiment de cotation) et ayant fait l'objet d'une cotation régulière durant la fenêtre de l'événement, c'est-à-dire durant les 10 jours précédant et les 3 jours suivant la date de l'annonce. A cette seconde étape, l'échantillon comprenait 227 événements. Ont été ensuite retirés de l'échantillon les événements concernant une même entreprise trop rapprochés dans le temps. En effet, le modèle de marché servant à l'évaluation des rendements normaux et anormaux doit être estimé sur une période de temps hors de toute influence de l'événement. Lorsqu'un même émetteur subit deux événements proches dans le temps, le second événement a donc été retiré de l'échantillon si sa période d'estimation du modèle était juxtaposée avec la fenêtre de l'événement de l'événement précédent. De fait, en cas d'événements multiples subits par une même entreprise, ont été conservés les événements distants d'au moins 103 jours de l'événement précédent.

A ce stade, le modèle a été estimé pour chacun des événements de l'échantillon. L'indice retenu pour le calcul des rendements de marché était l'indice CAC40. Une série de tests statistiques classiques ont été menés préalablement à l'utilisation effective des modèles pour estimer les rendements normaux et anormaux : le test du coefficient de détermination (r^2), les tests de Student de la significativité des coefficients du modèle (bilatéraux) et le test de Durbin et Watson d'auto-corrélation des résidus. Ils ont entraîné le retrait de l'échantillon par précaution des événements pour lesquels les résultats de ces tests n'étaient pas satisfaisants aux seuils statistiques habituels.

L'échantillon d'événements utilisé comprend finalement 142 événements. Ces événements sont ensuite classés dans une typologie à différents niveaux afin de pouvoir par la suite mener des analyses distinctes sur des types d'événements de plus en plus homogènes. La répartition des événements de l'échantillon dans cette typologie est la suivante (le nombre d'événements correspondant à chaque type est indiqué entre parenthèses) :

1. **L'emploi (92)**, dont :
 - 1.1. Les réductions d'emploi (83), dont :
 - 1.1.1. Les suppressions d'emploi (73) (ES)
 - 1.1.2. Le chômage technique (10) (CH)
 - 1.2. Les créations d'emploi (9) (EC)
2. **Les dirigeants (22)**, dont :
 - 2.1. Les nominations de dirigeants (13) (DN)
 - 2.2. Les démissions de dirigeants (12) (DD)
3. **Les accords sociaux (11)**, dont :
 - 3.1. Les accords salariaux (6) (AS)
 - 3.2. Les accords sur le temps de travail (5) (AT)
4. **Les grèves (13)** (GR)
5. **Divers (4)**

De façon non surprenante, la majorité des événements de l'échantillon (65%) concernent l'emploi. Les annonces de suppressions d'emploi représentent à elles seules la moitié de l'échantillon. Exceptionnellement, certains événements concernent simultanément plusieurs catégories de cette typologie.

3. LES EFFETS A COURT TERME DES DECISIONS DE GRH DES ENTREPRISES FRANCAISES. ANALYSE DESCRIPTIVE, HYPOTHESES EXPLICATIVES ET COMPARAISON AVEC LE MARCHE AMERICAIN.

3.1. Les résultats significatifs : analyse descriptive

Les résultats obtenus dans cette étude ne sont pas identiques tout en restant cependant proches de ceux obtenus précédemment dans le cadre d'études d'événements menées en France sur des événements de GRH (Hubler, Schmidt, 1996). Peut-être cette proximité provient-elle d'une méthodologie délibérément similaire assurant leur comparabilité ? Elle en apporte ainsi globalement une confirmation.

La présentation de ces résultats suit le déroulement des analyses effectuées qui suivent elles-même l'ordonnement de la typologie des événements précédente. Ces résultats sont résumés en annexe dans un tableau fournissant selon le type d'événement et selon le jour de la fenêtre de l'événement le rendement anormal moyen, le rendement anormal moyen cumulé, le t de Student du test du rendements anormaux moyens et, s'il y a lieu, son seuil de significativité (1%, 5%, 10%).

Si l'on considère les événements de gestion des ressources humaines globalement, tous types d'événements confondus, on constate sans surprise l'absence de tout résultat significatif étant donné la diversité des événements envisagés, ce qui confirme effectivement les conclusions de l'étude précédente en France.

De fait, on observe que les résultats et leur significativité sont très dépendants du type d'événements considéré. Au premier niveau, les résultats significatifs sont localisés sur les événements liés à l'emploi et aux dirigeants. Aucun résultat significatif n'est obtenu pour les accords sociaux et les grèves. Toutefois, on peut remarquer que le nombre de titres subsistant ces deux derniers types d'événements dans l'échantillon est faible ce qui n'a peut être pas permis de les étudier dans des conditions satisfaisantes. Ces deux catégories n'avaient pas pu être individualisées dans l'étude antérieure en France.

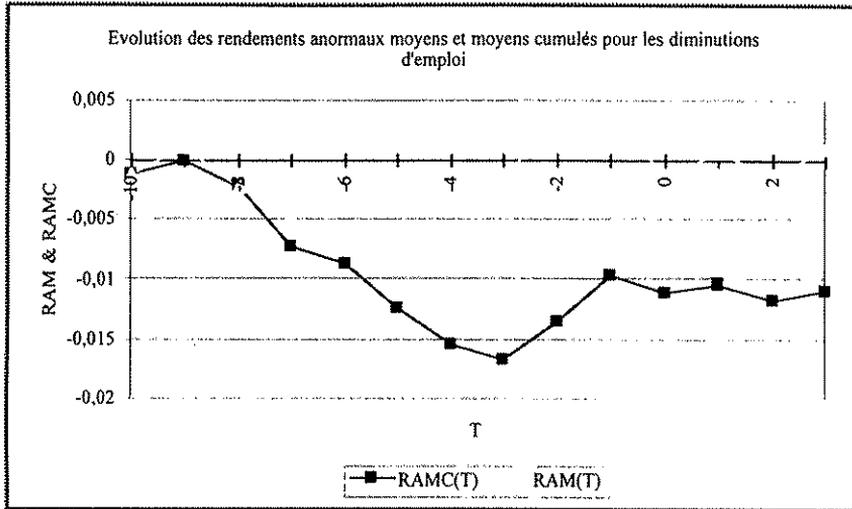
Pour les événements liés aux dirigeants, dont les deux types essentiels étaient les nominations et les démissions, on observe pour l'ensemble de ces événements une influence significative négative la veille du jour de l'annonce, avec un rendement anormal de (-0,66%). Cependant, en distinguant entre ces deux catégories, nominations et démissions, il apparaît que les nominations semblent n'avoir aucun impact et que toute l'influence des événements liés aux dirigeants provienne des annonces de démissions. Un impact significatif négatif de (-0,83%) est observé pour ces événements la veille de leur annonce. Ce résultat est proche de celui obtenu dans la précédente étude en France qui montrait elle aussi un impact significatif négatif des annonces de démissions la veille de leur publication. Seule diffère entre ces deux études l'évaluation de l'importance de cet impact, qui était double (-1,73%) dans cette étude antérieure, mais à un seuil de significativité inférieur. Cette confirmation est aussi celle que ce n'est pas la publication proprement dite de l'information dans la presse qui a un effet significatif mais bien l'annonce publique de la démission elle-même, publiée ensuite le lendemain dans la presse.

Le résultat central et essentiel de l'étude, ne serait-ce que parce qu'ils constituent les événements les plus fréquents et apparaissent étudiables dans de meilleures conditions, concerne les événements liés à l'emploi. Un impact significatif négatif pour l'ensemble de ces événements est observé environ une semaine avant leur annonce dans la presse, précisément cinq jours et sept jours de bourse auparavant. Cet impact est alors à (-0,44%) et (-0,4%) respectivement sur chacun de ces jours. Ces rendements anormaux significatifs proviennent avant tout des diminutions d'emploi, suppressions d'emploi et chômage technique, qui y sont très majoritaires.

Ces diminutions d'emploi montrent un rendement anormal significatif de (-0,5%) sept jours avant leur annonce. Cependant, parmi celles-ci, on observe une influence significative de (-

0,42%) cinq jours avant l'annonce pour les suppressions d'emploi et de (-1%) sept jours auparavant pour les annonces de chômage technique. Par rapport à l'étude antérieure en France, on constate pour les suppressions d'emploi que l'impact mis en évidence est de même importance (-0,43% alors) mais qu'il n'est pas observé à la même date, puisqu'il l'était alors le jour même de l'annonce.

Ces impacts significatifs des diminutions d'emploi apparaissent aussi clairement sur la représentation graphique des évolutions des rendement anormal moyen et rendement anormal moyen cumulé durant la fenêtre de l'événement :



On y observe nettement le décrochage du rendement anormal moyen cumulé environ respectivement sept jours et un jour avant la date de l'événement pour les diminutions et les créations d'emploi, reflétant l'impact de ces événements sur l'évolution des taux de rendement des actions.

Les autres types d'événements testés ne produisent aucun effet statistiquement significatif et/ou leur faible nombre ne permet pas de se prononcer sur leur validité.

Le tableau ci-après récapitule les choix méthodologiques et les résultats de cette étude, mis en parallèle avec ceux de l'étude précédente (Hubler, Schmidt, 1996) :

| | <i>Hubler, Schmidt, 1996</i> | <i>Hubler, Schmidt 1998</i> |
|--|--|--|
| Nombre total d'événements de l'échantillon | 72 | 142 |
| Classification des événements (dont doubles classifications éventuelles) | 1. Le dirigeant (18) 1.1. Démission (12) 1.2. Divers (6) 2. L'emploi (47) 2.1. Suppression d'emplois (41) 2.2. Divers (6) | 1. L'emploi (92), dont : 1.1. réductions d'emploi (83), dont : 1.1.1. suppressions d'emploi (73) 1.1.2. chômage technique (10) 1.2. créations d'emploi (9) 2. Les dirigeants (22), dont : |

| | | |
|--------------------------------|---|---|
| | 3. Les rémunérations (2) 4. Les conflits sociaux (6) 5. Les restructurations (11) 5.1.Réorganisations internes (4) 5.2.Fermetures de sites (6) 6. Divers (4) | 2.1. nominations dirigeants (13) 2.2. démissions dirigeants (12) 3 Les accords sociaux (11), dont : 3.1. accords salariaux (6) 3.2. accords / temps de travail (5) 4. Les grèves (13) 5. Divers (4) |
| Période de l'étude | 1992-1993 | 1992-1996 |
| Périodiques utilisés | Les Echos | La Tribune et Les Echos |
| Fenêtre de l'événement | 14 jours (j-10 à j+3) | 14 jours (j-10 à j+3) |
| Période d'estimation du modèle | 90 jours (t-101 à t-11) | 90 jours (t-101 à t-11) |
| Résultats significatifs | - démission de dirigeants : effet négatif en t-1 (-1,73 %) - suppression d'emplois : effet négatif en t (-0,43 %) - conflits sociaux : effet positif en t (+ 1,24 %) - réorganisations internes : effet négatif en t-7 (-1,16 %) - fermeture de sites : effet négatif en t-10 (-1,66 %) | - démission des dirigeants : effet négatif en t-1 (-0,83 %) - suppression d'emplois : effet négatif en t-5 (-0,42%) - chômage technique : effet négatif en t-7 (-1 %) |

3.2. Discussion : une spécificité du marché boursier français ?

3.2.1. Le départ des dirigeants : une source d'instabilité interne ?

Notre recherche empirique semble confirmer la tendance générale des conclusions des études américaines sur l'influence du départ des dirigeants sur la valeur de leur entreprise. Toutes les études d'événements recensées font en effet état de l'influence significativement négative du changement de dirigeants sur la richesse des actionnaires, même si les résultats précis viennent nuancer cette tendance générale. Nos résultats illustrent également l'idée que développent Davidson, Worrell et Cheng selon laquelle l'événement « changement de dirigeants » porte deux informations potentielles : celle du départ du dirigeant et celle de la nomination de son successeur. Ici, seules les annonces de départs ont un effet négatif significatif la veille de leur annonce, les annonces de nominations n'ayant pas d'impact significatif en elles-mêmes.

Dans leur étude très complète sur la réaction des actionnaires aux changements de dirigeants dans les grandes entreprises, Lubatkin et alii (1989), montrent clairement que les investisseurs révisent à la baisse leurs attentes de revenus durant la période qui entoure la date de l'annonce de l'événement. Mais, grâce au test de plusieurs facteurs de contingence, ces auteurs parviennent à mettre en évidence que si l'entreprise présente de bonnes performances et si le successeur du dirigeant est extérieur à l'entreprise, alors la réaction des investisseurs est au contraire favorable. Les conclusions auxquelles parvient Reinganum (1985) vont dans le même sens : les réactions du marché sont négatives, excepté dans le cas d'une nomination extérieure pour le successeur, et spécialement dans les PME où l'ancien dirigeant quitte l'entreprise. Ceci rejoint également l'hypothèse première énoncée par Mahajan et Lummer (1993) et confirmée par leurs données empiriques, selon laquelle les changements de dirigeants sont la source d'une

instabilité organisationnelle qui affecte négativement la valeur de la firme, sauf lorsque les cause du départ sont exogènes (décès du dirigeant notamment).

La taille de notre échantillon d'événements relatifs aux changements de dirigeants ne nous donne malheureusement pas la possibilité de tester ces facteurs de contingence qui viendraient éventuellement nuancer l'effet négatif mis en évidence. Ce résultat global permet néanmoins de penser que le marché français réagit de manière similaire au marché américain à l'annonce de changements de dirigeants, que les investisseurs interprètent souvent ces changements comme le signe d'une situation d'instabilité et d'incertitude au sein de l'entreprise, et que les décisions de succession révéleraient une divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

Le fait que l'impact significatif soit mis en évidence la veille du jour où l'annonce en est faite dans la presse semble indiquer que l'influence observée n'est pas celle de l'annonce de l'événement dans la presse — c'est-à-dire de sa publication — mais bien celle de l'annonce publique de l'événement en elle-même. En d'autres termes, l'événement touchant les dirigeants a un impact significatif sur les cours boursiers le jour même où il est rendu public mais n'est repris dans la presse spécialisée que le lendemain.

3.2.2. Les suppressions d'emplois : des stratégies essentiellement défensives ?

Les décisions de suppressions d'emplois influencent négativement la valeur boursière des entreprises, une semaine avant l'événement. Ces résultats prennent le contre-pied de ceux trouvés par Abowd et alii (1990) qui montrent que les seuls événements de GRH à avoir un effet significatif sur la valeur des actionnaires sont justement les suppressions d'emplois et les fermetures d'usine, mais que ces effets sont positifs. L'explication qu'ils avancent s'appuie sur le fait qu'une décision de suppression d'emplois (ou de fermeture de sites, sachant qu'elle implique aussi en général des réductions d'effectifs) est un signal d'assainissement de la situation de l'entreprise et de réduction des coûts salariaux, signal positivement interprété par les investisseurs et la actionnaires.

En revanche, ces résultats sont à confronter aux conclusions de Gombola et Tsetekos (1992) qui soulignent des réactions négatives du marché américain à l'annonce de fermetures de sites, lorsque toutefois ces sites ne sont pas trop éloignés ou périphériques à l'activité de l'entreprise. Cette réaction négative serait d'autant plus forte que la situation financière et économique de l'entreprise est délicate et que la fermeture de site annoncée s'inscrit dans une série de fermetures successives (Kalra, Henderson, Walker, 1994). Ces mêmes auteurs montrent en outre que les réactions du marché diffèrent selon que les fermetures de sites correspondent à une action défensive ou offensive de la part de l'entreprise, ce qui rejoindrait les hypothèses explicatives avancées par Abowd et al. sur les suppressions d'emplois : elles sont interprétées positivement lorsqu'elles s'inscrivent dans une volonté d'assainissement financier ; elles le seraient pus négativement lorsqu'elles s'inscrivent dans une série d'actions défensives dans un contexte économique déjà connu comme étant non sain.

Dans notre cas de figure, doit-on en induire *a contrario* que ce type de décisions n'est pas comprise comme une volonté d'assainissement des performances de l'entreprise ? On peut raisonnablement avancer ces quelques hypothèses explicatives :

* Depuis ces dernières années qui ont vu se succéder les plans sociaux, il apparaîtrait un certain scepticisme quant au bien fondé, à la justification et à l'efficacité économique des réductions d'effectifs et, plus généralement, quant aux avantages de la substitution capital/travail. Dans un article récent, Myriam Campinos-Dubernet (1995) montre bien comment la gestion des sureffectifs se heurte aux limites des systèmes d'évaluation des sureffectifs et comment les choix d'investissement privilégient le capital au travail spécialement en France : majoritairement dirigées par des ingénieurs scientifiques et techniques, le facteur technologique demeurerait le moyen jugé optimal pour la réduction des coûts. Ceci confirme d'ailleurs toutes les analyses

comparatives qui soulignent le taux élevé d'investissement en France par rapport aux autres pays.¹¹

- Dans les modes de gestion des entreprises françaises, il existerait une tendance à mettre en place des plans de restructuration *après* que les problèmes de productivité se sont manifestés, alors que dans d'autres pays, la suppression d'emplois interviendrait en prévention d'un déclin de la productivité. L'emploi serait ainsi en France, dans les mains des dirigeants des entreprises, une variable d'ajustement à court terme et à retardement (action défensive), plus qu'une solution dictée par une véritable gestion prévisionnelle des emplois et des compétences (action offensive).

- Le système des relations industrielles en vigueur en France serait tel que l'annonce de plans sociaux ferait craindre aux investisseurs l'apparition de conflits sociaux et de grèves, perçus négativement de manière générale.

Ces trois hypothèses, plus complémentaires qu'exclusives, pourraient expliquer la relation significativement négative entre l'annonce de décisions relatives à des suppressions d'emplois et la valeur de l'entreprise correspondante.

La date à laquelle un impact significatif a été mis en évidence est intéressante pour analyser l'origine exacte de cette influence. L'influence observée, très antérieure à la date de l'événement laisse penser que ce n'est pas exactement l'impact de l'annonce de la décision dans la presse qui est enregistré. En effet, cet impact survenant cinq jours avant la publication de l'information, il ne peut être qu'indirectement attribué à celle-ci : soit parce que les intervenants sur le marché possédaient déjà cette information et l'ont prise en compte dans les cours auparavant, soit parce que l'événement n'a été publié que plusieurs jours après qu'il est survenu, soit encore parce que l'influence significative observée est en réalité celle d'un autre événement lié à l'événement étudié.

CONCLUSION

Ces résultats illustrent tout d'abord l'idée selon laquelle un quotidien d'information économique et financière comme *Les Echos* ou *La Tribune* est bien, dans le domaine de la gestion sociale en particulier, un vecteur d'information auprès des acteurs sur le marché boursier français, puisque plusieurs effets significatifs ressortent entre l'annonce d'une décision de GRH et le rendement des entreprises.

Par ailleurs, la méthodologie retenue dans notre recherche permet de confronter les résultats obtenus avec ceux de Abowd et alii en 1990 aux Etats-Unis. Sur ce point, les résultats mettent en lumière une assez forte spécificité du marché français par rapport au marché américain, notamment pour les décisions relatives aux restructurations et suppressions d'emplois. En revanche, le changement de dirigeants semble avoir, en France comme aux Etats-Unis, des effets globalement négatifs sur la richesse des actionnaires.

Enfin, cette recherche permet d'imaginer plusieurs voies de poursuite et d'approfondissement envisageables :

- - Il serait notamment souhaitable de pouvoir mener des analyses portant sur des sous-échantillons plus importants par type d'événements, permettant ainsi de tester des facteurs de différenciation ou de contingence dans l'explication des effets globaux : étude différenciant les causes du départ des dirigeants et le contexte du changement (performance avant et durant la période concernée, taille de l'entreprise, origine du successeur, sort du dirigeant sortant,...) ; analyse différenciée des décisions de restructurations selon le contexte et le contenu des plans sociaux (proportion de reclassements, mesures de préretraite (progressive), contreparties

¹¹ Voir notamment D. DANSET, J. MATHIS, J. MAZIER (1989) et M. MAURICE, F. SELIFR J.J. SILVESTRE (1982).

d'embauches,...) ; analyse intégrant à la fois l'annonce d'une grève et celle de son issue ; etc. Une étude particulière pourrait exclusivement porter sur les systèmes de rémunérations des dirigeants ou même sur des systèmes spécifiques comme les plans de stock-options, les recherches empiriques menées en France demeurant encore assez peu nombreuses dans ce domaine.

- - En outre, plusieurs méthodologies pourraient être testées sur un même protocole empirique, rendant ainsi possibles, d'une part, le test de la solidité des relations mises en évidence d'une méthodologie à une autre et, d'autre part, la comparaison de la puissance et de la validité de chacune des méthodologies testées.

Bibliographie

- ABOWD J.M. "The Effects of Wage Bargains on the Stock Market Value of the Firm", *American Economic Review*, 1989, 79(4) September, pp. 774-800.
- ABOWD J.M., MILKOVICH, G.T., HANNON J.M. "The Effects of HRM Decisions on Shareholder Value", *Industrial and Labor Relations Review*, 1990, 43(3), February, pp. 203-236.
- ALLOUCHE J., « Performance économique et performance sociale : cohérence ou contradiction? », Institut ADIA, 1984.
- AOKI M. *Information, Incentive and Bargaining Structure in the Japanese Economy*, Cambridge and New York : Cambridge University Press, 1988.
- BAKER G.P., JENSEN M.C., MURPHY K.J. "Compensation and Incentives : Practice vs. Theory", *Journal of Finance*, 1988, 43(3), pp. 593-616.
- BALKIN D.B., GOMEZ-MEJIA L.R. "Toward a Contingency Theory of Compensation Strategy", *Strategic Management Journal*, 1987, 8, pp. 169-182.
- BAUMOL W.J. *Business Behavior, Value and Growth*, New York, 1959.
- BERLE A.A., MEANS G.C. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1934.
- BECKER B.E. "Concession Bargaining : The Impact on Shareholders' Equity", *Industrial and Labor Relations Review*, 1987, 40(2), pp. 268-279.
- BECKER B.E., OLSON C.A. "The Impact of Strikes on Shareholder Equity", *Industrial and Labor Relations Review*, 1986, 39(3), pp. 425-438.
- BONNIER K.A., BRUNER R.F. « An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms », *Journal of Accounting and Economics*, 11, 1989, pp. 95-106.
- BOYER R., SAILLARD Y. (Eds). *Théorie de la Régulation, Etat des Savoirs*, Paris : La Découverte, 1995.
- BRICKLEY J.A., BHAGAT S., LEASE R.C. "The Impact of Long Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 115-129.
- BROCKETT P.L., CHEN H.M., GARVEN J.R. "Event Study Methodology : A New and Stochastically Flexible Approach", *Working Paper*, June 1994, University of Texas, Graduate School of Business, 46 p.
- BRONARS S.G., DEERE D.R. « Union Representation Elections and Firm Profitability », *Industrial Relations*, 29(1), Winter 1990, pp. 15-37.
- BRONARS S.G., DEERE D.R. « Unionization and Profitability : Evidence of Spillover Effects », *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1994, pp. 1281-1287.
- CAMPINOS-DUBERNET M. "La gestion des sureffectifs, la fin des illusions des ressources humaines ?", *Travail et Emploi*, 1995, 64, pp. 23-34.
- CHANDY P.R., GARRISON S. « Top Management Relevance : The Effect of Key Executive Death on Stock Price », *Business Horizons*, May-June 1991, pp. 16-19.
- CORIAT B., WEINSTEIN O. *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris : Livre de Poche, 1995.
- COUGHLAN A.T., SCHMIDT R.M. "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 43-66.
- DANSET D., MATHIS J., MAZIER J. "Performances industrielles et redéploiement dans les grands pays industrialisés", *Etude de l'IREES*, 3ème trimestre 1989.
- D'ARCIPOLES C.H. "Marchés financiers et gestion sociale des entreprises : mythes et réalités", *Gestion 2000*, 1995, 1, pp. 15-25.
- D'ARCIPOLES C.H. *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Paris : Economica, 1995.
- DAVIDSON W.N., WORRELL D.L., CHENG L. « Key Executive Succession and Stockholder Wealth : The Influence of Successor's Origin, Position and Age », *Journal of Management*, 16(3), 1990, pp. 647-664.
- De FUSCO R.A., JOHNSON R.R., ZORN T.S. « The Effect of executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders », *The Journal of Finance*, XLV(2), June 1990, pp. 617-627.
- De FUSCO R.A., ZORN T.S., JOHNSON R.R. "The Association Between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making", *Financial Management*, 1991, Spring, pp. 36-43.

- DENIS D.J., DENIS D. « Performance Changes Following Top Management Dismissals », *The Journal of Finance*, 1(4), septembre 1995, pp. 1029-1057.
- ETEBARI A., HERRIGAN J.O., LANDWEHR J.L. "To Be or not To Be — Recation of Stock Returns to Sudden Deaths of CEOs", *Journal of Business Finance and Accounting*, 1987, 14(2), pp. 255-277.
- FAMA E.F. "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 1980, 81(2)/April.
- FAMA E.F., FISHER L., JENSEN M.C., ROLL R. "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 1969, 10(1)/February, pp. 1-21.
- GAZIER B. *Economie du travail et de l'emploi*, Paris : Dalloz, 1992, 2ème édition.
- GAZIER B. *Les stratégies des ressources humaines*, Paris : La Découverte (coll. "Repères"), 1993.
- GOMBOLA Michale J., TSETEKOS G.P. « The Information Content of Plant Closing Announcements : Evidence From Financial Profiles and the Stock Price Reaction », *Financial Management*, Summer 1992, pp. 31-40.
- GOMBOLA Michale J., TSETEKOS G.P. « Plant Closings for Financially Weak and Financially Strong Firms », 1991, pp. 69-83.
- GREER S.A., REUSSER T. "The Effects of Strikes on Shareholder Returns", *Journal of Labor Research*, 1980, 1(2), pp. 217-231.
- HILL N.T., STEVENS K.T. "CEO Compensation and Corporate Performance", *Journal of General Management*, 1995, 20(4) : Summer, pp. 65-68.
- HUBBARD R.G., PALIA D. "Executive Pay and Performance. Evidence From the U.S. Banking Industry", *Journal of Financial Economics*, 1995, 38, pp. 1-26.
- HUBLER J. *Les études d'événements : pour une nouvelle méthodologie issue des théories de l'information*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, I.A.E. de Nancy 2, Octobre 1993.
- HUBLER J., SCHMIDT G. « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises. Application d'une méthodologie d'études d'événements », *Actes des XIIèmes Journées Nationales des I.A.E.*, ESUG de Toulouse, avril 1996, pp. 448-467.
- JENSEN.C., MECKLING W.H. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), pp. 305-360.
- JENSEN M.C., ZIMMERMAN J.L. "Management Compensation and the Managerial Labor Market", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 3-9.
- KALRA R., HENDERSON G.V., WALKER M.C. « Share Price Reaction to Plant-Closing Announcements », *Journal of Economics Business*, 26, 1994, pp. 381-395.
- KESNER I.F., DALTON D.R. "Top Management Turnover and CEO Succession : An Investigation of the Effects of Turnover on Performance", *Journal of Management Studies*, 1994, 31(5)/September, pp. 701-713.
- KRAMER J.K., VASCONCELLOS G.M. « The Economic Effect on Strikes on the Shareholders of Nonstruck Competitors », *Industrial and Labor Relations Review*, 49(2), January 1996, pp. 213-222.
- KRITZMAN M.P. "About Event Studies", *Financial Analysts Journal*, 1994, November, pp. 17-20.
- LEWELLEN W.G. HUNTSMAN B. "Managerial Pay and Corporate Performance", *The American Economic Review*, 1970, 60/September, pp. 710-720.
- LUBATKIN M.H., CHUNG K.H., ROGERS R.C., OWERS J.E. "Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations", *Academy of Management Journal*, 1989, 32(1), pp. 47-68.
- MAHAJAN A., LUMMER S. "Shreholder Wealth Effects of Management Changes". *Journal of Business Finance and Accounting*, 1993, 20(3)/April, pp. 393-410.
- MARTINELLO F., HANRAHAN R., KUSHNER J., MASSE I. « union Certification in Ontario : its Effect on the Value of the Firm », *Canadian Journal of Economics*, 28(4b), 1995, pp. 1077-1095.
- MASSON R.T. "Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance", *Journal of Political Economy*, 1971, pp. 1278-1292.
- MAURICE M., SELLIER F., SILVESTRE J.J. *Politique d'éducation et organisation industrielle en France et en Allemagne — Essai d'analyse sociétale*, Paris : PUF, 1982.
- MESCHI P.X. « Les restructurations sont-elles créatrices de valeur économique ? Analyse de la relations entre nature, amplitude et impact économique des restructurations », 1997.
- MESCHI P.X. ? « Audit économique des restructurations : analyse de l'impact de la décision de restructurer sur la performance économique », *actes de la 15ème Université d'Été de l'IAS*, IAE d'Aix en Provence, 1997.
- MURPHY K.J. "Corporate Performance and Managerial Remuneration. An, Empirical Analysis", *Journal of accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 11-42.
- NEUMANN G.R. "The Predictability of Strikes : Evidence from the Stock Market", *Industrial and Labor Relations Review*, 1980, 33(4), pp. 525-535.
- ONDRACK D. "An Assessment of the Relationship Between Human Resource Management and the Financial Performance of the Firm", *Working Paper*, EIASM, 88-11, April 1988, 16 p.
- RAVIV A. "Management Compensation and The Managerial Labor Market. An Overview", *Journal of accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 239-245.
- REINGANUM M.R. "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, 1985, 39(1), pp. 46-60.

- ROSENSTEIN S., WYATT J.G. « Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, pp. 175-191.
- SPIVEY Michale F., MARR W.M. « Advance Notice of Plant Closings and Firm Value », *Journal of Business Research*, 31, 1994, pp. 49-53.
- RUBACK R.S., ZIMERMANN M.B. « Unionization and Profitability : Evidence from the Capital Market », *Journal of Political Economy*, 1984, 92/December, pp. 1134-1157.
- TEHRANIAN H., WAEGELEIN J.F., « Market Reaction to Short-Term Executive Compensation », *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 131-144.
- THOMAS S.L., OFFICER D., BROWN-JOHNSON N. « The Capital Market Response to Wage Negotiations in the Airlines », *Industrial Relations*, 34(2), April 1995, pp. 203-217.
- TRACY J.S. « An Empirical Test of an Asymmetric Information Model of Strikes », *Journal of Labor Economics*, 1987, 5, pp. 149-173.
- WORRELL D.L., DAVIDSON W.N., GLASCOCK J.L., « Stockholders Reactions to Departures and Appointments of Key Executives Attributable to Firings », *Academy of Management Journal*, 38(2), 1993, pp. 387-401.
- YAU J., FERRI M.G., « An Analysis of the Wall Street Journal's Coverage of Corporate News and the Research Design of event Studies », *Journal of Financial Research*, 1994, 17(2)/Summer, pp. 161-173.

ANNEXE

Annexe : Tableau des résultats statistiques

| Rdts Anormaux Moyens (0/00) | N | T-10 | T-9 | T-8 | T-7 | T-6 | T-5 | T-4 | T-3 | T-2 | T-1 | T | T+1 | T+2 | T+3 |
|-------------------------------------|-----|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | Tous événements | 142 | 2,58 | 1,88 | -0,61 | -1,84 | -2,70 | -1,90 | -3,20 | -1,04 | 1,30 | 1,13 | -1,43 | 0,69 |
| (AS+T) seuils | 11 | 3,60 | 4,06 | 4,05 | -1,08 | -5,16 | 4,84 | 2,27 | -3,14 | 1,20 | 0,53 | 2,49 | 1,49 | -5,23 | 2,11 |
| (AS) seuils | 6 | -1,65 | 2,89 | 2,60 | 3,50 | -4,93 | 0,80 | 3,35 | 1,44 | -4,98 | 1,36 | 6,08 | -1,77 | -5,06 | 4,42 |
| (AT) seuils | 9 | 5,46 | 5,46 | 5,78 | -6,59 | -5,44 | 9,69 | 4,62 | -8,64 | 8,64 | -0,45 | -1,81 | 5,43 | -5,45 | 0,00 |
| (EC+ES+CH) seuils | 92 | -0,49 | 0,49 | -1,97 | -4,03 | -0,75 | -4,57 | -2,86 | -2,13 | 3,12 | 3,02 | -2,52 | -0,10 | -1,60 | 0,50 |
| (ES+CH) seuils | 83 | -1,17 | 1,21 | -2,24 | -5,00 | -1,39 | -3,70 | -2,97 | -1,29 | 3,15 | 3,78 | -1,33 | 0,63 | -1,39 | 0,96 |
| (ES) seuils | 73 | -1,28 | 2,46 | -3,45 | -4,32 | -1,31 | -4,24 | -3,17 | 8,47 | 2,03 | 4,23 | 0,08 | 1,53 | -1,36 | 1,20 |
| (CH) seuils | 10 | -0,36 | -7,90 | 6,60 | -9,99 | -2,01 | 0,23 | -1,51 | 8,47 | 11,36 | 0,47 | -11,70 | -5,92 | -1,61 | -0,81 |
| (EC) seuils | 9 | 0,07 | -3,84 | 0,50 | 4,07 | 4,67 | -8,36 | -3,36 | 7,73 | 2,82 | -5,15 | -11,56 | -8,85 | -4,17 | -3,78 |
| (DN+DD) seuils | 22 | 5,20 | 13,80 | -1,00 | 1,40 | -6,70 | 3,90 | -6,30 | 0,80 | -2,70 | -5,60 | 0,50 | 5,40 | 3,2 | -11,90 |
| (DN) seuils | 13 | 1,91 | 1,44 | 2,51 | -3,79 | 1,58 | 3,16 | -3,15 | -1,10 | -3,10 | -7,05 | 4,58 | 8,56 | 5,08 | -3,78 |
| (DD) seuils | 12 | 6,65 | 21,51 | -1,81 | 6,81 | -13,66 | 4,59 | -10,45 | 4,70 | -0,75 | -8,30 | -7,40 | 3,20 | -3,75 | -19,70 |
| (GR) seuils | 13 | 8,97 | -6,75 | 2,32 | -1,84 | -8,85 | 10,55 | 2,36 | 3,23 | 7,75 | 1,92 | 2,36 | 11,25 | -1,88 | |
| Rdts Anormaux Cumulés (0/00) | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tous événements | N | T-10 | T-9 | T-8 | T-7 | T-6 | T-5 | T-4 | T-3 | T-2 | T-1 | T | T+1 | T+2 | T+3 |
| (AS+AT) seuils | 142 | 2,58 | 4,46 | 3,85 | 2,01 | -0,69 | -2,62 | -5,87 | -8,91 | -5,87 | 4,73 | -6,17 | -5,47 | -5,84 | -7,56 |
| (AS) seuils | 11 | 3,60 | 7,66 | 11,71 | 10,63 | 5,46 | 10,30 | 10,58 | 7,44 | 8,64 | 9,18 | 11,68 | 13,17 | 7,93 | 10,16 |
| (AT) seuils | 6 | -1,65 | 1,24 | 3,84 | 7,35 | 2,41 | 3,22 | -0,12 | 1,32 | -3,66 | -2,30 | 3,78 | 2,00 | -3,05 | 1,05 |
| (EC+ES+CH) seuils | 92 | 9,90 | 15,37 | 21,16 | 14,56 | 9,11 | 18,80 | 23,43 | 14,78 | 23,42 | 22,97 | 21,16 | 26,58 | 21,13 | 21,09 |
| (ES+CH) seuils | 83 | -1,17 | 0,03 | -2,20 | -7,21 | -8,61 | -12,32 | -15,29 | -16,58 | -13,43 | -9,64 | -10,97 | -10,34 | -11,74 | -10,77 |
| (ES) seuils | 73 | -1,28 | 1,17 | -2,28 | -5,60 | -7,92 | -12,16 | -15,34 | -17,97 | -15,94 | -11,70 | -11,61 | -10,08 | -11,44 | -10,24 |
| (CH) seuils | 10 | -0,36 | -8,27 | -1,66 | -11,65 | -13,67 | -13,44 | -14,95 | -6,47 | 4,89 | 5,36 | -6,34 | -12,26 | -13,87 | -14,69 |
| (EC) seuils | 9 | 0,07 | -3,77 | -3,27 | 0,80 | 5,48 | -2,88 | -6,25 | -13,99 | -11,17 | -16,32 | -27,89 | -36,74 | -40,91 | -44,70 |
| (DN+DD) seuils | 22 | 5,20 | 19,10 | 18,10 | 19,50 | 12,80 | 16,70 | 10,50 | 11,30 | 8,50 | 2,00 | 2,50 | 8,00 | 11,20 | -0,70 |
| (DN) seuils | 13 | 1,91 | 3,35 | 5,87 | 2,07 | 3,66 | 6,82 | 3,67 | 2,57 | -0,53 | -7,58 | -2,99 | 5,58 | 10,64 | 6,86 |
| (DD) seuils | 12 | 6,65 | 28,16 | 26,35 | 33,16 | 19,50 | 24,09 | 13,64 | 18,34 | 17,59 | 9,28 | 1,88 | 5,09 | 1,34 | -18,35 |
| (GR) seuils | 13 | 8,97 | 2,22 | 4,54 | 2,70 | -6,15 | -4,40 | 6,15 | 8,52 | 11,75 | 19,50 | 21,42 | 23,79 | 35,04 | 33,16 |
| t de Student | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tous événements | N | T-9 | T-8 | T-7 | T-6 | T-5 | T-4 | T-3 | T-2 | T-1 | T | T+1 | T+2 | T+3 | |
| (AS+AT) seuils | 142 | 1,31 | 0,84 | -0,39 | -0,95 | -1,58 | -1,07 | -1,56 | -0,50 | 0,54 | 0,56 | -0,68 | 0,33 | -0,07 | -0,70 |
| (AS) seuils | 11 | 0,57 | 0,91 | 1,00 | -0,23 | -1,29 | 0,90 | 0,06 | -0,62 | 0,25 | 0,11 | 0,65 | 0,30 | -1,04 | 0,32 |
| (AT) seuils | 6 | -0,16 | 0,93 | 0,45 | 0,47 | -0,79 | 0,11 | -0,56 | 0,59 | -1,01 | 0,17 | 0,99 | -0,31 | -0,60 | 0,38 |
| (EC+ES+CH) seuils | 92 | 1,49 | 0,56 | 0,91 | -1,32 | -1,02 | 1,16 | 0,66 | -0,80 | 1,04 | -0,08 | -0,44 | 0,60 | -0,95 | 0,00 |
| (ES+CH) seuils | 83 | -0,20 | 0,21 | -0,98 | -1,74 | -0,45 | -1,94 | -1,24 | -0,74 | 1,26 | 1,18 | -0,93 | -0,04 | -0,49 | 0,14 |
| (ES) seuils | 73 | -0,44 | 0,94 | -1,47 | -1,55 | -0,69 | -1,23 | -1,15 | -0,82 | 0,70 | 1,38 | 0,63 | 0,45 | -0,34 | 0,24 |
| (CH) seuils | 10 | -0,09 | -1,16 | 1,45 | -4,32 | -0,35 | 0,02 | -0,26 | 0,73 | 1,69 | 0,07 | -1,50 | -1,07 | -0,25 | -0,16 |
| (EC) seuils | 9 | 0,01 | -0,58 | 0,09 | 0,68 | 1,08 | -1,76 | -0,97 | -1,43 | 0,44 | -2,11 | -1,66 | -1,10 | -0,79 | -0,63 |
| (DN+DD) seuils | 22 | 0,97 | 1,46 | -0,28 | 0,26 | -1,04 | 1,19 | -1,51 | 0,38 | -0,86 | -2,26 | 0,13 | 0,91 | 0,57 | -1,55 |
| (DN) seuils | 13 | 0,35 | 0,33 | 0,59 | -1,13 | 0,61 | 0,78 | -1,06 | -0,50 | -0,65 | -1,47 | 0,73 | 1,67 | 0,79 | -1,02 |
| (DD) seuils | 12 | 0,79 | 1,27 | -0,32 | 0,70 | -1,20 | 1,02 | -1,48 | 1,52 | -0,24 | -2,65 | -1,48 | 0,33 | -0,43 | -1,47 |
| (GR) seuils | 13 | 1,16 | -1,22 | 0,17 | -0,11 | -0,57 | 0,51 | 1,39 | -0,06 | 0,69 | 0,86 | 0,17 | 1,05 | 1,58 | -0,11 |

Seuils de significativité : résultats significatifs à 10 % résultats significatifs à 5 % résultats significatifs à 1 %