

# Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs\*

Patrick SENTIS

Université de Montpellier 1

*Correspondance :*

Gesem-Finance  
Université de Montpellier 1  
Avenue de la Mer  
BP 9640  
34054 Montpellier Cedex 1  
Tél. : 04.67.15.84.64  
Email : sentis@sc.univ-montpl.fr

*Résumé :* Partant d'un échantillon de 90 grandes entreprises dont les effectifs ont été réduits de plus de 10 % sur la période 1991-1995, nous étudions le lien entre cette réduction d'effectifs, la situation financière et la rentabilité financière ainsi que l'existence d'un éventuel transfert de richesse entre salariés et actionnaires. Il apparaît que les réductions d'effectifs améliorent faiblement les performances. Par ailleurs, la rentabilité (boursière) de l'action ajustée de l'effet sectoriel est positivement liée à l'augmentation de la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés.

*Mots-clés :* réductions d'effectifs, performances de la firme, rentabilité des actions, conflits actionnaires-salariés.

*Abstract :* Using data for 1991-1995 on 90 large firms which have a minimum drop of 10 % in their total staff, we investigate whether corporate performance and shareholder wealth are related to staff reduction. More specifically, we test the wealth redistribution hypothesis between shareholders and employees when a firm reduces its staff. We find that staff reduction leads to a weak improvement of corporate performance and that industry-adjusted shareholder return is positively related to change in wealth allocated to staff.

*Key words :* employees reductions, performance of the firm, stock return, stockholders and employees conflicts.

---

\* Une version préliminaire de cet article a fait l'objet d'une présentation aux Journées des Iae de Nantes (28, 29 avril 1998) consacrées au thème de la valeur en gestion. Je remercie les participants à ces journées pour leurs commentaires et suggestions et, notamment, M. le Professeur d'Arcimoles. Je remercie vivement M. le Professeur Desbrières pour ses commentaires constructifs sur une première version de cet article. Je remercie les arbitres pour leurs commentaires et suggestions.

L'actualité financière et économique récente, telle qu'elle est diffusée par les médias, montre fréquemment l'existence de conflits d'intérêts entre salariés et actionnaires des entreprises lors de plans de licenciements. Certains licenciements seraient, notamment, provoqués dans un objectif purement financier sans justification économique<sup>1</sup>. Ces propos contribuent à entretenir l'idée selon laquelle la finance agirait contre l'entreprise [M. Albouy 1993]. Les conclusions des études empiriques ne permettent pourtant pas de généraliser ces propos pour trois raisons :

- selon l'origine géographique des études, les résultats sont différents ; en France, il semblerait que la réaction du marché financier à l'annonce de licenciements soit positive [J. Hubler, G. Schmidt 1996 ; C.H. d'Arcimoles, F. Fakhfakh 1997] contrairement aux États-Unis et au Japon, modèles des pays capitalistes, où la réaction du cours des actions est négative [P. Lee 1997 ; D. Worrell et *al.* 1991] ou non significative [J. Abowd et *al.* 1990] ;

- la méthodologie des études d'événement impose la constitution d'un échantillon d'entreprises important et que l'événement étudié soit exclusif et précisément identifiable ; ces conditions ne nous semblent pas toujours réunies de manière rigoureuse dans les études menées sur le marché français ;

- les effets à moyen et long terme des licenciements sur la santé et les performances financières des entreprises sont encore très mal connus.

La recherche en ce domaine est active. Le lien existant entre gestion des ressources humaines et performance financière de l'entreprise est abordé distinctement sous l'angle de deux politiques : la politique salariale (décisions de rémunération des employés et dirigeants) et la politique sociale (décisions de licenciement, gestion des effectifs...). L'étude de ces politiques a fait l'objet de nombreuses contributions (cf. C.H. d'Arcimoles [1995], pour une revue complète de la littérature). Le point commun à l'ensemble de ces recherches est de considérer le salarié comme *stakeholder* de l'entreprise. Le débat s'articule autour des

---

<sup>1</sup> Un article d'une revue de vulgarisation économique sous-titre « La bourse applaudit le chômage » (« Les liaisons tortueuses de la bourse et du chômage », G. Duval, *Alternatives Économiques*, n° 150, juillet-août 1997).

conflits d'intérêts entre actionnaires et salariés. Comme illustre la littérature sur la participation des salariés [P. Desbrières 1997], l'intérêt des seconds ne converge pas forcément avec celui des premiers.

L'existence d'un éventuel transfert de richesse entre actionnaires et salariés lors des réductions d'effectifs demeure une question ouverte. L'analyse menée dans cet article s'articule autour du triptyque « salariés – performances de l'entreprise – actionnaires ». Elle alimente le débat précédemment évoqué en poursuivant trois objectifs :

- déterminer les caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs ;
- étudier l'évolution des caractéristiques et performances financières de ces entreprises ;
- identifier l'existence ou non d'un transfert de richesse entre actionnaires et salariés lors des réductions d'effectifs.

Un échantillon de 90 sociétés cotées au premier marché (anciennement cote officielle) et au second marché a été sélectionné. Ces entreprises ont toutes connu une réduction de leurs effectifs de plus de 10 % sur la période de 5 ans étudiée (de 1991 à 1995).

Il n'apparaît pas nettement que ces réductions d'effectifs profitent aux actionnaires, ni même qu'elles améliorent la santé financière de l'entreprise. De même, il n'est pas certain qu'elles répondent à une dégradation de la situation financière. En revanche, les entreprises qui réduisent leurs effectifs ont des performances financières moindres que la médiane des entreprises du secteur auquel elles se rattachent. De façon plus significative, les entreprises dont la réduction d'effectifs s'accompagne d'une répartition de la valeur ajoutée plus favorable au personnel s'opposent aux autres. Si les entreprises de ces deux groupes n'ont pas de caractéristiques financières structurellement différentes, en revanche, leur évolution, avant et après la réduction d'effectifs, est contrastée. Conformément aux résultats de C.H. d'Arcimoles [1995], nous confirmons l'existence d'un lien entre la rentabilité des capitaux propres, la rentabilité (boursière) de l'action et la réduction d'effectifs. *A contrario*, nous ne constatons aucun accroissement significatif de la rentabilité boursière sur les périodes qui suivent la réduction des effectifs. On ne

peut donc conclure à une augmentation de la richesse des actionnaires à la suite des opérations de réductions d'effectifs.

Une deuxième partition a été réalisée en fonction des performances opérationnelles des entreprises sur l'année précédant la réduction d'effectifs. Les résultats obtenus contribuent à montrer que la réduction d'effectifs des entreprises faiblement performantes représente une nouvelle favorable pour les marchés financiers contrairement aux autres entreprises performantes. Cependant, la différence dans l'évolution des performances entre ces deux groupes d'entreprises apparaît ténue.

Dans une première section, les objectifs et le contexte de l'étude seront précisés à la lumière des travaux existants. Les données et la méthodologie utilisées seront décrites dans une seconde section. Dans la dernière section, nous présenterons les résultats et conclusions.

## **1. Objectifs et contexte de l'étude**

### ***1.1. Y-a-t-il transfert de richesse entre actionnaires et salariés ?***

La majorité des travaux existants étudie la relation entreprise-salariés sous l'angle de la politique de rémunération. L'idée centrale est qu'une amélioration de la performance financière peut résulter d'un transfert de richesse qui se ferait au détriment des salariés [G. Charreaux, P. Desbrières 1997]. Afin d'assurer la convergence des intérêts des actionnaires et des salariés, des systèmes de participation et d'intéressement sont mis en place [P. Desbrières 1997].

D'une manière plus spécifique, certaines études théoriques relient la structure du capital à la politique salariale. S. Dagsupta, K. Sengupta [1993] supposent que la dette est utilisée par les propriétaires de l'entreprise afin de renforcer leur pouvoir de négociation vis-à-vis des employés et d'éviter le problème du sous-investissement mis en évidence par P. Grout [1984]. D'une manière similaire, S. Bronars, D. Deere [1991] prétendent que la dette réduit le pouvoir de négociation des syndicats et la probabilité de leur formation, en augmentant la probabilité de défaillance de la firme. Enfin, E. Perotti, K. Spier [1993] mettent l'ac-

cent sur les firmes peu rentables mais dont les opportunités de croissance sont tout de même élevées. Les actionnaires de ces entreprises seraient incités à substituer de la dette (junior) aux fonds propres, créant ainsi une situation dans laquelle les projets d'investissement risqueraient de ne pas être entrepris sans concessions salariales importantes.

La négociation salariale ne se limite pas aux seules rémunérations mais intègre également les revendications sur le niveau de l'emploi. Si le pouvoir du salarié dans l'entreprise est faible (absence d'actionnariat-salarié, de syndicat ou de regroupement organisé constituant un contre-pouvoir vis-à-vis de la direction), la variation des effectifs peut conduire à des situations de transfert de richesse au même titre que celle des rémunérations.

Plusieurs auteurs français soutiennent la position selon laquelle les réductions d'effectifs (sous la forme de licenciements) seraient subordonnées à des logiques financières indépendamment de toute nécessité industrielle [D. Cazal, A. Dietrich 1998]. Ils s'appuient sur les résultats montrant une réaction positive des marchés financiers à l'annonce des licenciements [P. Chevalier, D. Dure 1994 ; C.H. d'Arcimoles, F. Fakhfakh 1997]. Les effectifs seraient utilisés comme une variable d'ajustement avec des effets de saisonnalités correspondant aux procédures budgétaires [P. Chevalier, D. Dure 1994] et sans amélioration du résultat d'exploitation des entreprises qui procèdent à ces ajustements [G. Desseigne 1997].

Si les réductions d'effectifs procèdent d'une logique d'ajustement, on peut proposer le schéma de raisonnement suivant. D'une manière habituelle, la valeur ajoutée représente la richesse créée par l'entreprise<sup>2</sup>. C'est un indicateur souvent contesté qu'il convient d'interpréter avec prudence. Elle ne représente qu'un estimateur partiel de la valeur créée par l'entreprise. On peut se reporter aux ouvrages classiques de gestion financière (par exemple, G. Charreaux 1996) pour en comprendre les limites. Si l'on accepte toutefois qu'elle soit, d'un point de vue théorique,

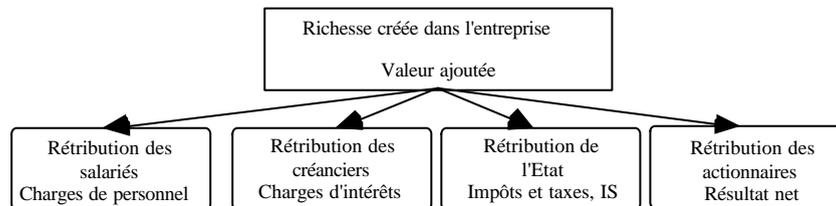
---

<sup>2</sup> La valeur ajoutée est une mesure de richesse après prise en compte d'une éventuelle affectation aux fournisseurs et aux clients sous forme de concessions tarifaires.

un indicateur pertinent de création de richesse, on peut étudier son mode de répartition à partir du schéma classique de la figure 1.

Les dirigeants bénéficient d'une certaine latitude pour modifier la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes. Dans la mesure où l'hypothèse classique en finance d'entreprise est de supposer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires, on peut imaginer que des transferts de richesse puissent se produire d'une partie prenante (personnel, créanciers ou autres) au profit d'une autre (actionnaires) dans certaines situations précises. Par exemple, une réduction de chiffre d'affaires, liée à la perte de parts de marché, ou une augmentation exogène des coûts de production conduisent à abaisser la valeur ajoutée et donc la richesse créée par l'entreprise. Dans une telle situation, la baisse de la valeur ajoutée se répercute mécaniquement sur le résultat disponible pour les actionnaires. Afin de maintenir la répartition initiale, les dirigeants devront abaisser les rétributions des autres parties prenantes pour maintenir celles des actionnaires.

**Figure 1** – Schéma de répartition de la valeur ajoutée entre les principales parties prenantes <sup>3</sup>



Les dirigeants sont confrontés alors à un choix politique. En présence d'actionnaires, de créanciers et d'employés, il est aisé de constater que le choix des dirigeants est fortement contraint. Il n'est pas possible de modifier la richesse allouée aux créanciers dans la mesure où celle-ci est fixée contractuellement. Il est délicat de répercuter totalement les

<sup>3</sup> En toute rigueur, la part revenant aux actionnaires ne se limite pas au seul résultat net. Elle doit prendre en compte l'autofinancement dégagé au cours de l'exercice (dotations aux amortissements et provisions).

difficultés de l'entreprise sur les rétributions des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident de la nomination, de la révocation et de la rémunération des dirigeants *via* les assemblées générales. La modification de la richesse attribuée aux employés semble être le levier d'action le plus approprié dans une telle situation. Un transfert de richesse est alors susceptible de se produire entre les salariés et les actionnaires, car le risque économique est répercuté sur les premiers.

En France, les réductions de salaires décidées unilatéralement n'étant pas légalement possibles, la réduction de la richesse du personnel passera par une réduction des effectifs. Conformément à l'argumentation précédente, on peut distinguer deux types d'entreprises : celles dont la réduction d'effectifs s'accompagne d'une baisse de la proportion de richesse allouée aux salariés, et les autres. Par convention, nous appellerons les premières, entreprises N, et les secondes, entreprises P<sup>4</sup>.

Cette répartition ne se justifie que dans le cadre du phénomène étudié (la réduction d'effectifs). Les entreprises P sont supposées agir positivement pour leurs salariés : la réduction d'effectifs ne s'accompagne pas d'une dégradation de leur richesse relative. En revanche, les salariés des entreprises N connaissent une réduction de la richesse relative qui leur est allouée : ces entreprises sont donc censées agir négativement vis-à-vis de leurs salariés. En supposant cette distinction pertinente, un transfert de richesse des salariés vers les actionnaires ne peut exister que pour les entreprises N. Les deux types d'entreprises présentent vraisemblablement des caractéristiques et des évolutions financières différentes.

## ***1.2. Performances opérationnelles des entreprises et réduction d'effectifs***

Plusieurs études montrent que la réaction des actions des entreprises à la suite d'un licenciement est différente selon la santé financière ini-

---

<sup>4</sup> La réduction d'effectifs recouvre plusieurs réalités différentes. L'étude analyse globalement la suppression d'emplois sans distinguer la nature de ces suppressions (licenciements, plan de retraites...).

tiale de ces entreprises. D. Worrel et *al.* [1991] ont examiné la réaction du marché financier à l'annonce de licenciements de la part des entreprises. Ils ont trouvé que le marché financier réagissait plus négativement lorsque le licenciement se justifiait par des raisons financières plutôt que par des raisons liées à la réorganisation et à la stratégie globale de l'entreprise. P. Lee [1997] obtient un résultat semblable lorsqu'il vérifie que les entreprises dites « réactives » (celles qui licencient en réponse à des difficultés financières) connaissent une variation du cours de leurs actions significativement plus négative que celle des entreprises dites « proactives » (celles dont le licenciement résulte d'une stratégie globale de réorganisation).

F. Elayan et *al.* [1998] sont parvenus à des conclusions assez différentes des études précédentes. D'après leur analyse empirique, la réaction du marché financier est plus fortement négative pour les entreprises dont les performances étaient bonnes (comparativement au secteur). Le licenciement révélerait des informations négatives (non anticipées) sur les opportunités de croissance des entreprises initialement performantes. En revanche, un licenciement effectué par une entreprise peu performante représenterait une information positive qui laisserait présager une amélioration des résultats.

Dans ces études les performances opérationnelles et financières des entreprises sur les années qui entourent l'événement ne sont pas examinées. Nous proposons, ici, de remédier à cette lacune en partageant notre échantillon en fonction des performances initiales des firmes. Les entreprises B seront considérées comme performantes l'année précédant la réduction d'effectifs et les entreprises M seront celles dont les performances sont faibles cette même année. Nous serons ainsi à même de comparer nos résultats à ceux des études antérieures concernant les réactions des marchés financiers à l'annonce de licenciements.

## 2. Échantillons, données et méthodologie

### 2.1. Sélection de l'échantillon

L'analyse empirique se concentre sur les entreprises qui ont réduit leurs effectifs de plus de 10 % sur la période 1992-1994. Notre étude se réduit à cette fenêtre temporelle, car nous ne disposons des données comptables et financières des entreprises qu'entre 1991 et 1995. L'objectif est de disposer des données pour les deux années encadrant immédiatement l'année de la réduction d'effectifs.

À partir de la base de données comptables et financières Dafsa-Pro, nous avons sélectionné toutes les entreprises cotées à la cote officielle et au second marché. Le nombre d'entreprises dont les données sont disponibles dans ce premier tri s'est élevé à 430. Nous avons ensuite conservé uniquement celles dont la réduction d'effectifs est supérieure ou égale à 10 % sur la période considérée. Le choix de ce critère de 10 % est arbitraire<sup>5</sup>. L'effet recherché est que la réduction d'effectifs soit suffisamment importante pour influencer les données comptables et financières et pour provenir d'entreprises aux caractéristiques spécifiques. Le nombre d'entreprises s'est élevé à 124 après ce second tri. Pour éviter les erreurs d'interprétations liées à un effet de réduction de taille de l'entreprise, nous avons éliminé les sociétés qui ont connu une diminution de plus de 10 % de leurs actifs immobilisés bruts simultanément à la baisse d'effectifs. 105 sociétés ont survécu à ce troisième tri. Enfin, seules les entreprises dont les données nécessaires étaient disponibles ont été maintenues dans l'échantillon. À l'issue de ce dernier tri, 90 firmes composaient l'échantillon final.

Dans cet échantillon, nous avons distingué deux groupes : les entreprises P et les entreprises N. Les entreprises P sont celles pour lesquelles l'évolution du ratio « charges de personnel sur valeur ajoutée » est

---

<sup>5</sup> Ce type de critère de sélection pour l'étude d'un phénomène est fréquemment utilisé dans les études anglo-saxonnes. Par exemple, E. Ofek [1993] construit un échantillon de firmes aux performances faibles en sélectionnant arbitrairement celles dont la rentabilité annuelle de l'action est dans les 10 % les plus faibles de l'ensemble du marché après avoir été dans les 67 % les plus forts l'année précédente.

positive simultanément à la réduction d'effectifs (c'est-à-dire entre -1 et 0 ; 0 étant l'année de réduction des effectifs) et les entreprises N, celles pour lesquelles l'évolution de ce même ratio est négative. On dénombre 48 entreprises P et 42 entreprises N<sup>6</sup>. Afin de voir si la réduction d'effectifs ne résulte pas d'une réduction de taille (cessions d'actifs) dans un des groupes et d'un licenciement, à taille inchangée, dans l'autre, nous avons calculé la croissance moyenne de l'actif immobilisé brut pour les deux groupes d'entreprises et testé la significativité de la différence. La croissance moyenne de l'actif immobilisé brut pour les entreprises P est de 0,57 % et celle pour les entreprises N de 0,68 %. La différence de moyenne entre les deux groupes est non significative (test de Student : -0,072 ; test de Mann-Whitney : -0,351).

Nous avons ensuite distingué les entreprises selon le niveau de leur performance opérationnelle, en nous inspirant de la méthode de F. Elayan et *al.* [1998]. Les entreprises dont la rentabilité économique et la productivité étaient simultanément supérieures à la médiane sectorielle ont été supposées fortement performantes (entreprises B). Dans le cas contraire elles ont été considérées comme faiblement performantes (entreprises M). On a ainsi identifié 15 entreprises B et 75 entreprises M.

---

<sup>6</sup> Le ratio charges de personnel sur valeur ajoutée est une mesure de richesse relative allouée aux salariés. Conformément à l'argumentation de la section 1, elle n'est pertinente que dans le contexte étudié de réduction d'effectifs. La réduction d'effectifs entraîne une diminution des charges de personnel. Si la valeur ajoutée diminue, il en résulte un maintien (voire une augmentation) de la richesse relative allouée aux salariés. Dans ce cas, les entreprises agissent bien dans l'intérêt des salariés en ne répercutant dans les charges de personnel que la stricte diminution de la valeur ajoutée. En revanche, si la valeur ajoutée se maintient ou augmente, la richesse relative allouée aux salariés diminue. On peut imaginer que ces entreprises n'agissent pas dans l'intérêt des salariés dans la mesure où la réduction des charges de personnel ne correspond pas à une dégradation simultanée de la valeur ajoutée. En dehors de ce phénomène de réduction d'effectifs, l'analyse du ratio charges de personnel sur valeur ajoutée doit être menée avec une extrême prudence [G. Charreaux 1996, p. 268].

## 2.2. Caractéristiques des entreprises de l'échantillon

La description des entreprises de l'échantillon a été effectuée en termes d'effectifs, de chiffre d'affaires, d'appartenance sectorielle et de répartition charges de personnel / valeur ajoutée. L'ensemble des données a été calculé sur l'année de la réduction d'effectifs que nous qualifierons d'année 0. Le détail des caractéristiques sera uniquement donné pour les entreprises P et N dans la mesure où nous centrerons nos analyses sur ces deux groupes d'entreprises.

- Effectifs

La moyenne et la médiane témoignent de la taille relativement importante des entreprises qui composent l'échantillon (tableau 1).

**Tableau 1 – Données sur les effectifs à l'année 0**

Effectifs	Échantillon	Entreprises P	Entreprises N
Moyenne	4 276	4 258	4 296
Médiane	1 177	1 216	1 121
Ecart-type	10 843	8 995	12 746
% de réduction de l'année -1 à 0			
Moyenne	16,59	14,2*	19,3*
Médiane	14,39	12,6	16,4
Ecart-type	9,14	4,1	12,1
	* La différence de 5,1 % entre P et N est significative au seuil de 1 % (test de Student et de Mann-Whitney).		
Nombre			
Nombre 500	22	11	11
500 < Nombre 1 500	31	17	14
1 500 < Nombre 5 000	21	9	12
Nombre > 5 000	16	11	5

Seize entreprises ont plus de 5 000 employés et 22 en ont moins de 500. La majorité des entreprises est comprise entre ces deux extrêmes. Cependant, l'importance des écart-types est signe d'une grande hétérogénéité de taille des entreprises dans ces intervalles.

La réduction d'effectifs est de 16,59 % en moyenne. Les entreprises N ont significativement plus réduit leurs effectifs que les entreprises P. On peut donner deux interprétations à ce résultat.

Premièrement, il peut provenir de la construction même de nos échantillons. Les entreprises N sont celles dont le partage de la valeur ajoutée au profit des salariés évolue défavorablement. Dans le tableau 4 ci-après, on constate que la valeur ajoutée des deux groupes d'entreprises évolue différemment sur la période (-1, 0) : elle est relativement stable pour les entreprises N et diminue significativement pour les entreprises P. Pour qu'il y ait diminution du ratio charges de personnel sur valeur ajoutée des entreprises N, il faut logiquement une diminution des charges de personnel et donc des effectifs. En revanche, l'augmentation de ce même ratio pour les entreprises P est provoquée par la diminution de la valeur ajoutée. Afin que le ratio augmente significativement pour ces dernières, le numérateur ne doit pas baisser trop fortement. La réduction d'effectifs doit donc, *a priori*, être moins importante pour ce type d'entreprises.

Deuxièmement, ce résultat peut s'expliquer par les caractéristiques intrinsèques des deux types d'entreprises. Si les entreprises N sont celles qui privilégient leurs actionnaires aux dépens de leurs salariés, elles n'hésiteront pas à réduire leurs effectifs pour améliorer leurs performances aux yeux des premiers. À l'opposé, les entreprises P seraient celles qui, acculées à une réduction d'effectifs, en raison de difficultés financières, tenteraient de limiter le plus possible cette réduction. Nous reviendrons ultérieurement sur cette dernière hypothèse.

- Chiffre d'affaires

**Tableau 2** – *Données sur les chiffres d'affaires à l'année 0*

Chiffre d'affaires (en milliers)	Échantillon	Entreprises P	Entreprises N
Moyenne	3 851 700	2 833 846	5 014 963
Médiane	981 784	900 179	1 095 983
Ecart-type	9 518 293	5 103 824	12 814 194
Nombre			
300 000	20	13	7
> 300 000 & 1 000 000	25	13	12
> 1 000 000 & 5 000 000	31	14	17
> 5 000 000	14	8	6

L'analyse en termes de chiffre d'affaires confirme celle en termes d'effectifs. Il est à noter que la moyenne et la médiane du chiffre d'affaires des entreprises N sont supérieures à celles des entreprises P. Cette différence n'est toutefois pas statistiquement significative (test de Student non reporté).

- Secteurs

L'ensemble des secteurs de notre base de données est représenté, excepté le secteur de l'énergie et eau. Nous avons volontairement exclu de l'échantillon les secteurs de sociétés d'assurance, de portefeuille et d'établissements financiers bancaires.

**Tableau 3 – Répartition sectorielle des entreprises de l'échantillon**

Secteurs	Nombre d'entreprises	Échantillon	Entreprises P	Entreprises N
Agro-alimentaire	42	10	0	10
Biens de consommation	42	19	9	10
Bâtiment travaux publics	16	1	0	1
Chimie	20	2	0	2
Communication	20	6	5	1
Distribution	55	11	8	3
Holdings industriels	15	6	4	2
Hautes technologies	35	4	2	2
Industries de base et lourdes	11	4	2	2
Industries de transformation	91	14	11	3
Matières premières	11	4	2	2
Services	38	5	2	3
Transports et auxiliaires	18	4	3	1
Total	414	90	48	42
Test du Chi-deux		$\chi^2 = 23,64^{**}$	$\chi^2 = 22,59^{**}$	$\chi^2 = 24,41^{***}$

\*\* , \*\*\* hypothèse d'indépendance rejetée au seuil, respectivement, de 5 % et de 1 %

Sur l'échantillon total, les secteurs agro-alimentaires, biens de consommation et distribution, sont relativement sur-représentés (le test Chi-deux rejette l'hypothèse d'indépendance au seuil de 5%). À l'inverse, les secteurs des industries de transformation, de hautes technolo-

gies et de services sont relativement sous-représentés. On constate donc une prédominance de l'appartenance aux secteurs traditionnels.

Les entreprises P appartiennent principalement aux secteurs de l'industrie de transformation, de la distribution, de la communication et des biens de consommation. Les secteurs d'appartenance des entreprises N sont essentiellement l'agro-alimentaire et les biens de consommation.

- Charges de personnel / valeur ajoutée (dénommé AS par la suite)

Évaluer la richesse attribuée aux salariés par cette mesure semble évidemment réducteur. Il faudrait pouvoir bénéficier d'une mesure qui puisse englober la richesse totale que représente le personnel dans l'entreprise. B. Lev, A. Schwartz [1971] proposent une évaluation de type économique fondée sur la rémunération perçue. Nous retenons une approche similaire à défaut de posséder une mesure plus satisfaisante.

Sur l'échantillon total, nous avons constaté qu'aucune évolution significative de ce ratio n'accompagnait et ne suivait la réduction d'effectifs. Ce constat a motivé notre distinction entre les entreprises P et les entreprises N. Le tableau 4 présente les montants et l'évolution de la valeur ajoutée et des charges de personnel autour de l'année 0. Les différences de valeur ajoutée et de charges de personnel entre les deux groupes ne sont pas statistiquement significatives (test non reporté).

Les charges de personnel diminuent significativement pour les deux groupes sur les deux périodes entourant l'année 0. La différence d'évolution du ratio charges de personnel sur valeur ajoutée entre les deux groupes de firmes vient du fait que les entreprises P voient le montant de leur valeur ajoutée diminuer significativement lors de la réduction d'effectifs. Le ratio moyen AS est par construction significativement différent des années - 1 à 0 pour les deux groupes d'entreprises. Il augmente ensuite pour les entreprises P et diminue pour les entreprises N (évolutions non significatives). Nous aborderons les interprétations de ces résultats, en les corrigeant de l'effet sectoriel, dans la section 3.1.2.

**Tableau 4 – Décomposition du ratio charges de personnel sur valeur ajoutée pour les entreprises P et N**

	Entreprises P	Entreprises N
AS en -1 (a)	0,6986	0,6643
AS en 0 (a)	0,7688	0,6415
AS en 1 (a)	0,7459	0,6098
En milliers :		
Valeur ajoutée en -1 (a)	421	398
Valeur ajoutée en 0 (a)	383	417
Valeur ajoutée en 1 (a)	384	405
% d'entreprises dont la VA diminue entre -1 et 0	91,67 (5,159)***	54,8 (1,794)*
% d'entreprises dont la VA diminue entre 0 et 1	54,17 (0,072)	61,91 (1,307)
Charges de personnel en -1 (a)	302	260
Charges de personnel en 0 (a)	281	240
Charges de personnel en 1 (a)	276	231
% d'entreprises dont les charges de personnel diminuent entre -1 et 0	85,42 (4,01)***	78,57 (3,357)***
% d'entreprises dont les charges de personnel diminuent entre 0 et 1	72,92 (2,482)**	64,29 (2,582)**
(a) Mesure de la moyenne * , ** , *** test de Wilcoxon significatif au seuil, respectivement, de 10 %, 5 % et 1%		

### 2.3. La méthodologie

#### • Schéma expérimental

L'objet de ce travail est d'apporter des éléments de réponse à trois questions :

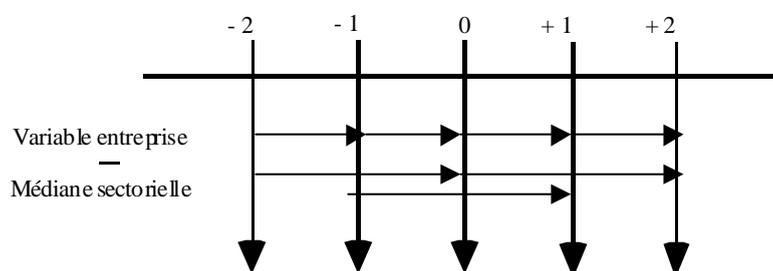
- Quelles sont les caractéristiques des entreprises qui réduisent leurs effectifs ?
- La réduction d'effectifs améliore-t-elle la santé et la performance de l'entreprise ?
- Quel est l'impact de cette réduction d'effectifs sur la rentabilité financière pour l'actionnaire ?

L'analyse systématique des entreprises P et N nous permettra de savoir si les caractéristiques financières et les évolutions sont différentes en fonction de la politique de partage de la valeur ajoutée.

À l'image des travaux de K. John, E. Ofek [1995] toutes les variables utilisées ont été ajustées, pour chaque entreprise, par la médiane sectorielle. La médiane est un estimateur de la valeur centrale d'une distribution préférable à la moyenne car elle attribue moins de poids aux observations extrêmes.

De chaque mesure, nous déduisons la médiane du secteur. Nous ajustons, également, les évolutions des variables en soustrayant, pour chacune d'elles, la médiane de l'évolution du secteur. Les ratios calculés sont ainsi corrigés d'un effet sectoriel<sup>7</sup>. Le processus expérimental est représenté par la figure 2.

**Figure 2** – *Le processus expérimental*



Légende : la réduction d'effectifs se produit de l'année -1 à l'année 0. Les flèches verticales représentent la significativité de la différence entre la variable entreprise et la médiane sectorielle, les flèches horizontales celle de cette différence d'une année à l'autre.

La période d'étude comprend deux exercices avant et après l'exercice correspondant à la réduction d'effectifs (année 0). On dispose ainsi de cinq exercices pour observer le niveau et l'évolution de la variable financière étudiée. Pour chaque année, la différence entre la variable et la médiane du secteur est testée. L'évolution de cette différence sur la

<sup>7</sup> La définition des secteurs et le nombre d'entreprises par secteur figurent dans le tableau 3.

période d'observation est ensuite analysée. La majorité des tests sont non paramétriques afin d'éviter l'obligation de normalité des données.

- Choix des variables pertinentes

En raison de l'imprécision théorique de cette thématique de recherche, le choix des ratios est relativement arbitraire. Quatre types de variables ont été choisis concernant : l'endettement, la performance générale, la répartition de la valeur ajoutée et la rentabilité financière pour l'actionnaire.

- *Variables d'endettement*

Deux ratios de structures ont été retenus : l'endettement financier, et le *slack* financier (liquidités potentiellement disponibles),

Endettement financier (EF) =

dettes financières/[dettes financières + valeur de marché des capitaux propres]

Les dettes financières sont constituées des emprunts obligataires, des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit et des autres dettes. La valeur de marché des capitaux propres est obtenue en multipliant le nombre de titres de l'entreprise par le cours moyen ajusté annuel.

*Slack* financier (SF) =

[endettement net + valeur de marché des capitaux propres]

Le *slack* financier est mesuré par le ratio d'endettement net. L'endettement net représente la différence entre les dettes financières de l'entreprise et les disponibilités et assimilés (valeurs mobilières de placement). Cette mesure est conforme à celle utilisée dans certaines études [P. Asquith, D. Mullins, 1986 ; R. Bruner, 1988]. Le *slack* financier correspond aux liquidités potentiellement disponibles (disponibilités, valeurs mobilières de placement et capacité d'endettement).

- *Variables de performance*

La performance a été appréhendée à partir des opportunités de croissance, de la productivité et de la « rentabilité » économique.

$$\text{Opportunités de croissance (Q)} = \frac{\text{Total actif net/valeur de marché de la firme}}{\text{valeur ajoutée/valeur ajoutée}}$$

Ce ratio représente l'inverse du ratio Q de Tobin. Lorsque le ratio est inférieur à 1, on estime que l'entreprise a de bonnes opportunités de croissance qui sont prises en compte dans sa valeur de marché. Cette mesure est identique à celle utilisée par C. Smith, R. Watts [1992]. La valeur de marché de la firme se calcule en additionnant la valeur boursière des capitaux propres au montant du total de l'actif (en valeur nette) et en soustrayant la valeur comptable des capitaux propres<sup>8</sup>.

$$\text{Productivité (PT)} = \text{Log} \frac{\text{valeur ajoutée}}{\text{effectif}}$$

Cette mesure est habituellement utilisée pour estimer la productivité du facteur travail. Plus la productivité est forte, plus ce ratio est élevé.

$$\text{Rentabilité économique (RE)} = \text{valeur ajoutée/valeur de marché de la firme}$$

La valeur ajoutée est censée représenter la richesse créée par l'entreprise avant affectation aux parties prenantes (salariés, créanciers et actionnaires). À notre avis, seule cette variable permet de mesurer la richesse créée par l'entreprise sur un plan « purement économique », en ignorant l'impact des politiques sociales (charges de personnel), comptables (dotations aux amortissement et provisions) et financières (résultat financier).

– *Variables de répartition de la valeur ajoutée*

La politique de répartition de la richesse créée par l'entreprise en période de réduction d'effectifs étant au centre de notre problématique, nous proposons une mesure de cette répartition pour les trois parties prenantes qui nous intéressent : les salariés, les créanciers et les actionnaires.

$$\text{Affectation aux salariés (AS)} = \text{charges de personnel/valeur ajoutée}$$

$$\text{Affectation aux créanciers (AC)} = \text{charges financières/valeur ajoutée}$$

---

<sup>8</sup> Les calculs ont été conduits également avec une mesure plus habituelle au dénominateur : la capitalisation boursière (ratio de Marris). Les résultats n'en sont pas significativement modifiés.

Affectation aux actionnaires (AA) = résultat net/valeur ajoutée

– *Variables de rentabilité financière pour l'actionnaire*

Deux mesures complémentaires ont été utilisées : le taux de rentabilité boursière (TB) de l'action et le taux de rentabilité financière des capitaux propres (TF)<sup>9</sup>.

$$TB = \frac{\text{cours de l'action en } t + \text{dividende en } t - \text{cours de l'action en } t - 1}{\text{cours de l'action en } t - 1}$$

Le cours de l'action correspond au cours moyen annuel ajusté pour les opérations sur le capital.

TF = résultat net/valeur de marché des capitaux propres

### 3. Les résultats

Nous présenterons, en premier lieu, les résultats concernant l'échantillon total et les sous-échantillons P et N. En second lieu, les résultats globaux pour les sous-échantillons B et M seront exposés.

#### 3.1. *Échantillon total et sous-échantillons P et N*

Les résultats<sup>10</sup> concernent :

- le niveau d'endettement (endettement financier et endettement net) des entreprises avant et après la réduction d'effectifs ;
- la performance appréhendée par les opportunités de croissance, la productivité et la rentabilité économique ;
- les modifications de la répartition de la valeur ajoutée entre les parties prenantes ;
- l'impact sur la rentabilité financière pour l'actionnaire.

---

<sup>9</sup> Les ratios TF et AA ont également été calculés avec des mesures de *cash-flows* au numérateur (résultat net plus dotations aux amortissements et provisions). Les résultats obtenus sont semblables avec l'une ou l'autre des mesures.

<sup>10</sup> L'auteur tient à la disposition des lecteurs intéressés les résultats détaillés des tests statistiques.

### 3.1.1. *Le niveau d'endettement des entreprises*

L'endettement financier est significativement plus important pour les entreprises de l'échantillon que pour le secteur notamment à partir de l'année 0. Les évolutions de -1 à 1 et de -2 à 0 montrent que les entreprises augmentent significativement, sur ces périodes, leur ratio d'endettement. On ne peut donc conclure que la réduction d'effectifs a pour effet de réduire l'endettement<sup>11</sup>.

Ce résultat est inquiétant car lorsque l'endettement s'accroît en période de difficultés, la défaillance et la liquidation de l'entreprise n'en deviennent que plus probables [M. Jensen 1989] et la valeur de l'entreprise tend vers la valeur de liquidation.

Concernant l'endettement net, avant la réduction d'effectifs, les entreprises ne disposent pas significativement de moins de *slack* financier que la médiane de leur secteur d'appartenance. Paradoxalement, le *slack* financier est moins important pour les firmes de l'échantillon après l'opération de réduction d'effectifs. Cette dernière conduirait donc à une diminution des liquidités potentiellement disponibles et, ce, probablement du fait des coûts induits. On constate, par ailleurs, une évolution légèrement négative du *slack* financier sur l'ensemble de la période.

### 3.1.2. *La performance*

L'analyse en termes d'opportunités de croissance est intéressante dans la mesure où elle laisse présager de l'avenir de l'entreprise. La mesure trouve son intérêt en ce qu'elle dépend directement des anticipations du marché financier (valeur de marché des capitaux propres au dénominateur).

Les opportunités de croissance sont significativement moins bonnes pour les entreprises de l'échantillon que pour celles des secteurs sur les années qui suivent la réduction d'effectifs. Il est difficile d'interpréter l'évolution de ce ratio. Les entreprises dont les opportunités de croissance se dégradent, réduisent leurs effectifs. Doit-on pour autant attri-

---

<sup>11</sup> L'analyse sur les sous-échantillons n'a pas été présentée car elle n'apporte pas de résultats significatifs supplémentaires.

buer la réduction d'effectifs à une dégradation des opportunités de croissance ? Les résultats semblent aller dans ce sens. À l'appui de ce constat, on note une légère différence d'évolution des opportunités de croissance entre le groupe des entreprises P et celui des entreprises N. La diminution des opportunités de croissance est significativement plus forte pour les entreprises N sur la période (-1, 0). D'après le tableau 1, la réduction des effectifs est significativement plus forte pour les entreprises N que pour les entreprises P.

Il est souvent reproché aux entreprises de réduire leurs effectifs afin de réaliser des gains de productivité. L'étude en termes de productivité apporte quelques éléments de réponse. La productivité des entreprises de l'échantillon est significativement plus faible que celle du secteur sur l'année précédant la réduction d'effectifs, et seulement sur cette année. Sur la période précédant cette opération (de -2 à -1), la productivité se dégrade significativement. Elle augmente par la suite, très significativement, simultanément lors de la période de réduction d'effectifs (-1 à 0) et autour de l'année 0 (-1 à 1). Ces résultats corroborent ceux de C. H. d'Arcimoles [1995].

Les réductions d'effectifs ont pour effet immédiat l'amélioration de la productivité de l'entreprise. Nous ne constatons pas de dégradation de la productivité sur les deux ans qui suivent, ce qui nous permet de conclure à une relative durabilité de cette amélioration.

L'analyse sur les sous-échantillons permet de préciser les commentaires. On constate, en premier lieu, relativement au secteur, que les entreprises P ont une productivité significativement inférieure sur la quasi-totalité de la période d'étude, contrairement aux entreprises N dont la productivité ne diffère pas de celle du secteur. En second lieu, les deux types d'entreprises présentent des ratios de productivité significativement différents les années 0 et 1. Sur ces deux années, les entreprises P sont moins productives que les entreprises N. En troisième lieu, les entreprises N améliorent de manière très significative leur productivité sur les périodes (-1, 0), (-2, 0) et (-1, 1). L'amélioration de la productivité pour les entreprises P est plus tardive et plus progressive sur les périodes (-1, 1), (0, 1), (1, 2) et (0, 2).

Enfin, ces derniers résultats aboutissent à constater des écarts entre les variations de la productivité des deux types d'entreprises sur l'ensemble des périodes, l'amélioration étant plus forte pour les entreprises N que pour les entreprises P en début et milieu de période et, inversement, en fin de période. L'analyse de ces résultats peut conduire à l'interprétation suivante. Les entreprises P semblent subir des contraintes en matière de productivité qui peuvent les conduire à réduire leurs effectifs. Les entreprises N anticipent ces difficultés et procèdent préalablement à la réduction d'effectifs.

Le résultat pour la période (0, 2) conduit à une interprétation supplémentaire. On constate une augmentation significative pour les entreprises P et une diminution (non significative) pour les entreprises N. Ce résultat peut s'expliquer par un effet d'incitation engendré par la réduction d'effectifs. L'amélioration de la productivité des entreprises N, intervenue sur les années précédentes, peut être imputée à la crainte d'une réduction d'effectifs imminente. Une fois celle-ci réalisée, l'effet d'incitation ne joue plus pour ce type d'entreprises. Pour les entreprises P, la réduction d'effectifs semble inéluctable compte tenu des difficultés de ces entreprises. L'amélioration de la productivité résulte ici d'une réorganisation de l'entreprise et apparaît résulter mécaniquement de la réduction d'effectifs. On peut également supposer que les salariés restant en place, conscients des difficultés de leur entreprise, sont incités à améliorer la productivité.

Aucune détérioration significative de la rentabilité économique n'est à déplorer avant la réduction d'effectifs aussi bien pour l'échantillon global que pour les sous-échantillons.

À partir de l'année 0, il apparaît que la rentabilité économique est significativement plus forte pour les entreprises de l'échantillon que pour le secteur auquel elles appartiennent. On note, à l'appui de ce premier constat, une amélioration significative de la rentabilité économique sur les périodes qui suivent et qui entourent l'année de réduction des effectifs – périodes (-1, 0), (0, 1), (-1, 1) et (-2, 0).

Ces résultats sont à rapprocher de ceux obtenus sur les niveaux et les évolutions favorables de la productivité. Les deux types d'entreprise ont une rentabilité économique significativement supérieure à celle du

secteur sur les années qui suivent la réduction d'effectifs. L'évolution de cette rentabilité est contrastée en fonction du type de firme. Les entreprises P voient leur rentabilité économique s'améliorer sur les périodes qui suivent la réduction d'effectifs [ (0, 1), (-1, 1), (0, 2) ]. La rentabilité économique s'apprécie pour les entreprises N plus tôt que pour les entreprises P. Dès la période (-1, 0), le ratio augmente fortement pour les premières (N). Il se stabilise par la suite contrairement aux secondes (P). On retrouve le même décalage temporel, entre les entreprises P et N, dans l'évolution de cette variable que celui constaté pour l'évolution de la productivité. Les entreprises N améliorent leur rentabilité économique avant les entreprises P. Ce constat nous conduit à penser que les entreprises P réagissent à une situation difficile alors que les entreprises N agissent par anticipation. Les entreprises P seraient « réactives » et les entreprises N plutôt « proactives ».

On constate, à l'instar de celle de la productivité, une évolution contrastée de la rentabilité économique entre les deux types d'entreprises sur la période (0, 2) : le ratio augmente significativement pour les entreprises P alors qu'il diminue pour les entreprises N. Une interprétation complémentaire peut être proposée comme dans le cas de l'évolution de la productivité. Une fois la réduction d'effectifs réalisée, les incitations des salariés restant en place dans les entreprises N s'affaiblissent. L'augmentation de rentabilité économique intervenue sur la période antérieure peut être liée à une menace de réduction d'effectifs qui s'est finalement concrétisée. Pour les entreprises P, la réduction d'effectifs, venant pallier les difficultés de l'entreprise, peut conduire à une réorganisation interne créant les conditions d'un retour à la rentabilité.

À l'issue de l'analyse des performances de l'entreprise, on ne peut affirmer catégoriquement que ce sont les entreprises éprouvant des difficultés financières qui procèdent à des réductions d'effectifs. Globalement, les différences avec le secteur et les évolutions des ratios vont dans le sens d'une amélioration de la santé financière des firmes après l'opération de réduction d'effectifs.

### 3.1.3. *L'appréciation de la répartition de la valeur ajoutée*

- Au profit des salariés

Nous avons précédemment analysé la répartition de la valeur ajoutée au profit des salariés sur notre échantillon total sans toutefois l'ajuster de l'effet sectoriel (tableau 4). Aucune évolution significative n'apparaît autour de la période de réduction d'effectifs sur l'échantillon total.

L'ajustement sectoriel et l'analyse sur les deux sous-échantillons produisent des résultats intéressants. Sur les années -1 et 0, les entreprises de l'échantillon attribuent, aux salariés, une part de leur valeur ajoutée significativement plus importante que le secteur. Cette différence s'estompe sur les années ultérieures.

Comme l'on pouvait s'y attendre, la répartition de la valeur ajoutée au profit des salariés a significativement augmenté sur la période qui précède la réduction d'effectifs [ (-2, -1) et (-2, 0) ]. Elle diminue ensuite sur la période (1, 2). La non-significativité de l'évolution du ratio sur les périodes entourant l'année 0 [ (-1, 0) et (0, 1) ] confirme nos résultats obtenus précédemment sur le ratio non corrigé de l'effet sectoriel.

Les entreprises P allouent aux salariés une part de leur valeur ajoutée significativement plus importante que le secteur auquel elles appartiennent, sur la totalité de la période étudiée exceptée l'année 2. Ce n'est pas le cas des entreprises N; ceci explique la différence significative entre les ratios de ces deux échantillons sur les années 0 et 1, les entreprises P consacrant une plus grande part de valeur ajoutée à leurs salariés que ne le font les entreprises N. La différence dans l'évolution de ce ratio entre les deux sous-échantillons, sur les périodes précédant l'année 0, provient de la construction même de ces échantillons. En revanche, on constate que ce ratio diminue de manière significative pour les entreprises P sur les périodes ultérieures [ (1, 2) et (0, 2) ], contrairement aux entreprises N dont le ratio ne varie pas. Ce résultat peut être relié à l'amélioration de la productivité et du résultat économique des entreprises P sur les mêmes périodes.

- Au profit des créanciers

Les entreprises de l'échantillon consacrent aux charges financières une plus grande part de la valeur ajoutée que la médiane du secteur auquel elles appartiennent sur l'ensemble de la période étudiée. Ce résultat s'explique, essentiellement, par l'endettement plus important de ces entreprises comparé au secteur. On peut imaginer également qu'elles bénéficient de conditions d'endettement moins favorables que les entreprises du secteur en moyenne compte tenu de leur situation précaire.

- Au profit des actionnaires

Selon les résultats obtenus, le ratio résultat net sur valeur ajoutée est très significativement plus faible que celui de la médiane du secteur. Le partage de la valeur ajoutée est donc plus défavorable aux actionnaires pour les entreprises de l'échantillon. Ce partage se dégrade significativement sur les périodes précédant la réduction d'effectifs. En revanche, aucune amélioration significative du ratio après l'année 0 n'est à noter. La réduction d'effectifs n'engendrerait donc pas, en moyenne, une amélioration du partage de la valeur ajoutée au profit des actionnaires.

Conformément aux résultats obtenus sur l'échantillon total, les entreprises des deux sous-échantillons ont un ratio résultat net sur valeur ajoutée significativement plus faible que la médiane du ratio de leur secteur.

En revanche, l'évolution du ratio est négative pour les entreprises P sur les trois périodes précédant l'année 0 tandis qu'elle est largement positive pour les entreprises N sur la période (-1, 0). Pour ces dernières, il semble donc que la répartition de la valeur ajoutée se fasse au détriment des salariés et au profit des actionnaires sur la période de la réduction d'effectifs. Cette interprétation doit être assortie de fortes réserves en raison de la forte emprise des politiques comptables sur le résultat net<sup>12</sup>. En effet, les dirigeants des entreprises sont susceptibles

---

<sup>12</sup> Nous avons reproduit les calculs en ajoutant au résultat net les dotations aux amortissements et provisions afin d'obtenir une mesure qui se rapproche de la capacité d'autofinancement. Avec cette dernière mesure, nous obtenons des résultats tout à fait semblables aux précédents. L'impact des politiques d'amortissement et de provision ne permet donc pas d'expliquer nos premiers résultats.

[R. Watts, J. Zimmerman 1990] de manipuler leurs résultats. Une faible performance mesurée à partir du résultat net (ou de la capacité d'autofinancement) pourrait donc être le produit d'une politique délibérée de l'entreprise visant à faire admettre la nécessité d'une réduction d'effectifs.

L'absence de résultat significatif quant à l'amélioration de cette variable sur les années qui suivent, nuance cette conclusion. On ne constate, en effet, aucune augmentation significative de la répartition de la valeur ajoutée au profit des actionnaires après l'année 0.

#### 3.1.4. *Appréciation de la rentabilité financière pour les actionnaires*

- Rentabilité des capitaux propres (ratio TF)

La rentabilité des capitaux propres est significativement plus faible pour les entreprises de l'échantillon que pour celles du secteur sur les années -1 et 0.

L'évolution de ce ratio est peu significative et on ne peut affirmer catégoriquement qu'une diminution du ratio précède la réduction d'effectifs. En tout état de cause, aucune évolution significativement positive du ratio n'est à noter après l'année 0.

La rentabilité des capitaux propres est significativement plus faible que la médiane du secteur lors de l'année -1 pour les entreprises N et lors des années 0 et 1 pour les entreprises P. Une évolution contrastée apparaît entre les entreprises P et N : alors que les entreprises N améliorent leur rentabilité sur la période de réductions d'effectifs (-1, 0), celle des entreprises P subit une forte dégradation. Toutefois ces dernières connaissent une amélioration sur la période suivante. Ce résultat concorde avec l'hypothèse émise précédemment. Les entreprises P, de nature réactive, répondent à une dégradation de leur situation financière (productivité, rentabilité des capitaux propres). Elles sont supposées agir dans l'intérêt de leurs salariés. Il paraît donc normal, *a priori*, qu'elles attendent le dernier moment pour procéder à un ajustement des effectifs. Les entreprises N sont plutôt de nature proactive dans leur décision de réduction d'effectifs. Cette dernière semble intervenir avant que de

réelles difficultés ne se présentent. Ce constat corrobore notre distinction *a priori* entre entreprises P et N, ces dernières étant supposées ne pas agir dans le sens des salariés.

- Rentabilité (boursière) de l'action (ratio TB)

D'une manière générale, on constate une augmentation brusque (non significative) de la rentabilité des actions des entreprises de notre échantillon après la période de réduction d'effectifs.

**Tableau 5 – Montant et évolution de la rentabilité (boursière) de l'action**

Rentabilité de l'action	Moyenne	Médiane	Moyenne ajustée <sup>(a)</sup>	Médiane ajustée <sup>(a)</sup>	V positive (test w) <sup>(b)</sup>
Période (-2, -1)	-0,0945	-0,07	-0,0813	-0,0875	0,304 (2,42)**
Période (-1, 0)	-0,0083	-0,0477	-0,0773	-0,1028	0,375 (2,759)**
Période (0, 1)	0,1146	0,076	-0,0008	-0,0326	0,539 (0,738)
Période (1, 2)	0,1141	0,0895	0,0862	0,0438	0,594 (1,839)*

<sup>(a)</sup> Moyenne ou médiane sur les variables de l'échantillon ajustées de l'effet sectoriel.

<sup>(b)</sup> Proportion d'entreprises dont la variable est positive ; w = test de Wilcoxon.

\*\*\*, \*\*, \* respectivement significatif au seuil de 1 %, de 5 % et de 10 %.

La comparaison avec la médiane de la rentabilité du secteur montre que la rentabilité des actions des entreprises de l'échantillon est significativement plus faible avant l'année 0 et légèrement plus forte sur les périodes suivantes. J.C. Lin, M. Rozeff [1993] sont parvenus à des résultats semblables en examinant la relation entre les rentabilités boursières et les décisions telles que les licenciements, les fermetures d'usines... Ils ont montré que ces décisions intervenaient à la suite de fortes baisses du cours des actions des entreprises qui les réalisaient.

- Analyse explicative de la rentabilité des capitaux propres et de la rentabilité des actions

L'analyse de la rentabilité des capitaux propres et de la rentabilité des actions peut-être approfondie au moyen de régressions multiples<sup>13</sup>.

– *Explication de la rentabilité des capitaux propres*

Les deux premières régressions du tableau 6 présentent des coefficients fortement significatifs. On constate que la rentabilité des capitaux propres à l'année 0 est inversement corrélée à l'importance des charges de personnel dans la valeur ajoutée ( $AS_0$ ) et à la croissance de celles-ci ( $Var.AS (-1, 0)$ ). Le même résultat est obtenu pour la rentabilité des capitaux propres à l'année 1<sup>14</sup>. Plus les opportunités de croissance sont faibles à l'année 0, meilleure est la rentabilité des capitaux propres. Cette relation négative peut provenir du fait que, lorsqu'elles sont très spécifiques à la firme (au sens de O. Williamson 1988), un plus grand nombre d'opportunités augmente les besoins de financement par fonds propres. L'accroissement de ceux-ci, plus que proportionnel à la richesse produite, provoque alors une réduction de la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires<sup>15</sup>.

On peut donc penser – mais ce n'est qu'une supposition – que les entreprises ayant de faibles opportunités de croissance suppriment du personnel dans l'objectif d'accroître la rentabilité des capitaux propres. Cet effet n'est pas présent dans la troisième régression. À l'appui de ce constat, on vérifie dans la deuxième régression que la rentabilité des capitaux propres est positivement reliée à la variation de la productivité. Enfin, on constate que la rentabilité des capitaux propres sur les deux

---

<sup>13</sup> Seules les régressions remplissant les conditions d'homoscédaticité et d'absence d'auto-corrélation des résidus sont présentées. Les régressions dont les résultats ne sont pas significatifs ne sont pas reportées.

<sup>14</sup> Nous utilisons le ratio AS également sur l'année 0 pour cette régression car l'on souhaite expliquer la rentabilité des capitaux propres à l'année 1 en fonction de l'importance de la part de valeur ajoutée qui est allouée aux salariés lors de la réduction d'effectifs.

<sup>15</sup> Nous devons cette remarque à l'un des arbitres de l'article que nous remercions.

années étudiées n'est pas significativement liée à la rentabilité économique.

**Tableau 6 – Régressions de la rentabilité des capitaux propres**

Variables ajustées du secteur (année ou période d'étude) <sup>(a)</sup>	Régressions, rentabilité des capitaux propres (TF) ajustée du secteur Taille de l'échantillon (année d'étude)		
	1 85 (année 0)	2 84 (année 0)	3 72 (année 1)
Constante	-0,094	-0,175	-0,043
Q (0)	0,379 (2,844)	0,429 (2,737)	
Q (1)			0,0039 (0,04)
Var.PT (-1,0)		0,694 (2,403)	
RE (0)	0,103 (1,042)	0,34 (1,6)	
RE (1)			0,193 (1,36)
Var.RE (-1,0)	0,0022 (0,215)		
Var.RE (0,1)			-0,0032 (0,164)
AS (0)	-0,437 (4,112)		-0,444 (3,194)
Var.AS (-1,0)	-0,794 (3,43)		
Var.AS (0,1)			-0,47 (2,331)
R <sup>2</sup> ajusté	0,343	0,192	0,114
Test F (valeur p)	9,763 (0,0001)	7,734 (0,0001)	2,847 (0,0216)

<sup>(a)</sup> Var. signifie qu'il s'agit d'un taux de croissance.

– *Explication de la rentabilité (boursière) de l'action*

L'analyse de la rentabilité (boursière) de l'action sur la période correspondant à la réduction d'effectifs montre une forte corrélation po-

sitive avec la rentabilité des capitaux propres et les opportunités de croissance (tableau 7).

**Tableau 7 – Régressions de la rentabilité (boursière) de l'action**

	Régressions, rentabilité (boursière) de l'action (TB) ajusté du secteur			
	Taille de l'échantillon (période d'étude)			
Variabiles ajustées du secteur (année ou période d'étude) <sup>(a)</sup>	1 86 (-1, 0)	2 87 (-1, 0)	3 87 (-1, 0)	4 80 (0, 1)
Constante	-0,031	-0,047	-0,051	0,029
Q (0)	-0,329 (2,451)	-0,37 (2,791)	-0,363 (2,63)	
Q (1)				-0,174 (1,202)
PT (-1)		-0,389 (2,849)		
PT (0)			-0,392 (2,687)	
Var.PT (-1,0)			0,313 (1,139)	
AS (0)	0,095 (0,413)			
AS (1)				-0,239 (0,943)
Var.AS (-1,0)	0,612 (2,112)	0,468 (1,96)		
Var.AS (0,1)				0,24 (0,83)
TF (0)	0,329 (2,943)	0,303 (3,015)	0,242 (2,383)	
TF (1)				0,591 (2,944)
R <sup>2</sup> ajusté	0,10	0,141	0,102	0,117
Test F (valeur p)	3,387 (0,0129)	4,567 (0,0022)	3,469 (0,0114)	3,656 (0,0089)

(<sup>a</sup>) Var. signifie qu'il s'agit d'un taux de croissance.

On trouve une corrélation positive mais non significative entre l'importance des charges de personnel dans la valeur ajoutée et la rentabilité (boursière) de l'action. La corrélation est également positive et signi-

ficative avec le taux de croissance de ce dernier ratio. Ce résultat signifie que le marché financier apprécie d'autant plus la réduction d'effectifs qu'elle provient d'entreprises ayant favorisé le personnel dans le partage de la valeur ajoutée.

Le signe du ratio Q de Tobin est conforme à nos attentes : plus les opportunités de croissance sont importantes, plus la rentabilité (boursière) de l'action est élevée. Il existe une corrélation négative entre la rentabilité (boursière) de l'action et le niveau de productivité à l'année - 1. D'une manière similaire au cas précédent, on peut interpréter ce résultat comme le signe d'une appréciation plus forte par le marché financier des entreprises faiblement productives qui réduisent leurs effectifs.

La rentabilité (boursière) de l'action sur la période (1, 0) s'explique principalement par l'importance de la rentabilité des capitaux propres sur l'année 1<sup>16</sup>.

#### 3.1.4. Régressions logistiques entre les variables de performances mesurées autour de la réduction d'effectifs

La probabilité de voir la décision de réduction d'effectifs s'accompagner d'un accroissement (entreprises P) ou d'une réduction (entreprises N) de la répartition de la valeur ajoutée entre les mains des salariés restant dans la firme ayant réduit ses effectifs, a été mesurée à partir de plusieurs régressions logistiques en fonction de plusieurs variables de performance mesurées sur les années entourant la réduction d'effectifs.

Ces régressions confirment les résultats précédemment obtenus. La première régression estime la liaison entre les variables mesurant l'existence d'un éventuel transfert de richesse entre les actionnaires et les salariés, et la probabilité d'appartenance des entreprises aux groupes P ou N. Cette régression est fortement significative. Elle montre que la faiblesse de la part de valeur ajoutée allouée aux salariés l'année qui suit la réduction d'effectifs et l'augmentation de la rentabilité des capitaux pro-

---

<sup>16</sup> Nous avons également construit des régressions afin d'expliquer l'évolution du partage de la valeur ajoutée au profit du personnel (Var.AS (-1, 0)). La majorité des régressions ne présente pas de caractère significatif. Seule une relation significativement négative entre cette variable et l'évolution du chiffre d'affaires a été constatée.

pres sur l'année de réduction d'effectifs sont positivement reliées à la probabilité que les entreprises soient de type N et qu'elles agissent donc dans le sens des actionnaires ; cela confirme nos résultats précédents. En revanche, l'importance de la valeur ajoutée attribuée aux actionnaires à l'année 1 est inversement reliée à la probabilité que les entreprises soient de type N. Ce résultat confirme pour partie nos conclusions précédentes. La part de valeur ajoutée revenant aux actionnaires n'augmente pas à la suite de la réduction d'effectifs. De plus, le résultat de la régression tend à montrer que les entreprises N ne sont pas celles qui favorisent le plus fortement les actionnaires dans le partage de valeur ajoutée à la suite de la réduction d'effectifs. Il n'est donc pas certain que la réduction d'effectifs pour ces entreprises profitent aux actionnaires.

**Tableau 8** – *Résultats des régressions logistiques entre variables financières et opérationnelles : probabilité d'appartenance aux groupes d'entreprises P ou N*

Régressions logistiques							
Variable dépendante : appartenance au groupe des entreprises N (= 1) ou P (= 0)							
1ère régression : Chi <sup>2</sup> (5) = 31,759, p = 0,00002							
Variables indépendantes (année ou période d'évolution)							
	Const.	AA (1)	AA (0, 1)	AS (1)	AS (0, 1)	TF (-1, 0)	TF (0, 1)
Estim. t	-0,083	<b>-5,625</b>	2,024	<b>-9,204</b>	5,181	<b>4,520</b>	0,001
t	-0,313	-2,197	0,762	-2,824	1,061	2,650	0,108
niveau p	0,755	0,031	0,448	0,006	0,292	0,010	0,914
2ème régression : Chi <sup>2</sup> (5) = 11,981, p = 0,01751							
Variables indépendantes (année ou période d'évolution)							
	Const.	PT (1)	PT (0, 1)	RE (1)	RE (0, 1)		
Estim. t	0,054	<b>2,343</b>	-1,592	-0,611	<b>-5,804</b>		
t	0,216	2,009	-0,516	-0,719	-2,265		
niveau p	0,829	0,048	0,607	0,474	0,026		

La deuxième régression relie des variables de performances financières à la probabilité d'appartenance à l'un des deux groupes d'entreprises. On note que l'importance de la productivité (année 1) est positivement reliée à la probabilité que la firme appartienne à la catégorie N. En revanche, la baisse du résultat économique est positivement corrélée à

cette même probabilité. Autrement dit, l'évolution contrastée du résultat économique sur la période (0, 1) entre les entreprises P et N identifiée précédemment (augmentation pour les entreprises P et diminution pour les entreprises N) se retrouve dans cette régression.

### **3.2. *Échantillons B et M ( performance préalable à la réduction d'effectifs)***

Nous présenterons successivement les résultats des analyses univariées puis multivariées.

#### *3.1.1. Analyses univariées*

Le tableau 9 présente le niveau et l'évolution des performances opérationnelles et financières corrigées de l'effet sectoriel pour les entreprises B (entreprises considérées comme performantes avant la réduction d'effectifs) et pour les entreprises M (entreprises considérées comme peu performantes avant la réduction d'effectifs).

Par construction, les entreprises B sont plus productives et présentent une meilleure rentabilité économique que les entreprises M sur les années précédant la réduction d'effectifs.

Pour la rentabilité économique, la différence entre les deux groupes d'entreprises devient très faiblement significative après l'année de réduction d'effectifs. L'amélioration de cette rentabilité est plus progressive pour les entreprises M (variation significative sur les périodes (-1, 0) et (0, 1)) que pour les entreprises B (variation significative sur la période (-1, 0)). Sur les périodes suivantes, la rentabilité des entreprises B va en diminuant ; cette diminution n'apparaît toutefois pas significative.

Les entreprises M éprouvent de sérieuses difficultés en matière de productivité comparativement aux entreprises B. Sur l'ensemble de la période d'observation, la productivité des entreprises M est significativement plus faible. Cette variable diminue significativement sur la période (-2, -1) pour les entreprises M et augmente significativement sur la période suivante compte tenu de la réduction d'effectifs. Cette dernière évolution se retrouve également pour les entreprises B. Les entreprises

M voient, de plus, leurs opportunités de croissance s'améliorer à la suite de la réduction d'effectifs.

Sur la période de réduction d'effectifs (-1, 0), la rentabilité (boursière) de l'action est contrastée entre les deux groupes d'entreprises. Cette rentabilité est positive pour les entreprises M et négative pour les entreprises B. La différence apparaît significative au seuil de 10 %. Ce résultat confirme les résultats de l'étude de F. Elayan *et al.* [1998].

La réduction d'effectifs pour une entreprise initialement en bonne santé financière représente une remise en cause des perspectives de croissance et de rentabilité. Le marché financier perçoit alors la réduction d'effectifs comme une mauvaise nouvelle. En revanche, une réduction effectuée par une entreprise en difficulté financière, qui peut permettre d'améliorer la situation, représente une bonne nouvelle pour le marché financier. Cette explication est confortée par nos résultats précédents dans la mesure où il semble que les variables financières des entreprises M s'améliorent substantiellement à la suite de la réduction d'effectifs.

**Tableau 9 – Les performances opérationnelles et financières des entreprises B et M**

	Années autour de l'année de réduction d'effectifs (année 0)					Périodes d'observation			
	-2	-1	0	1	2	-2 à -1	-1 à 0	0 à 1	1 à 2
Panel A : rentabilité économique									
Entrep. B (1)	0,049	0,117	0,178	0,168	0,222	62,50	73,33	20	25
Test W						1,40	2,44**	1,42	1,54
Entrep. M (1)	0,021	0,045	0,066	0,094	0,100	61,53	63,51	61,97	52,63
Test W						1,27	1,78*	2,41**	0,01
Test t	-0,22	-0,789	-1,25	-0,84	-0,984				
Test u	-1,07	-2,93***	-3,13***	-1,67*	-1,84*				
Panel B : productivité									
Entrep. B (1)	0,085	0,145	0,213	0,182	0,256	54,54	60	46,67	62,5
Test W						1,33	1,99**	0,91	1,12
Entrep. M (1)	-0,08	-0,114	-0,056	-0,037	-0,011	29,63	80	54,67	55,17
Test W						3,23***	4,8***	1,21	1,08
Test t	-2,57**	-4,67***	-4,66***	-3,81***	-3,89***				
Test u	-3,15***	-4,88***	-4,58***	-3,92***	-3,24***				

Panel C : opportunité de croissance									
Entrep. B (1)	0,004	0,044	0,083	0,107	0,139	62,50	66,67	53,33	75
Test W						0,84	1,08	0,341	1,82*
Entrep. M (1)	0,034	0,032	0,054	0,106	0,073	53,84	55,4	63,38	52,63
Test W						0,53	1,38	2,76***	0,27
Test t	0,304	-0,186	-0,421	-0,006	-0,918				
Test u	0,481	-0,482	-0,274	-0,112	-0,978				
Panel D : rentabilité des capitaux propres									
Entrep. B (1)	0,018	0,198	0,190	0,132	0,115	100	40	30	50
Test W						1,83*	0,76	1,17	0,10
Entrep. M (1)	0,044	0,09	0,063	0,079	0,086	52,63	52,77	51,43	53,33
Test W						0,20	0,23	0,23	0,19
Test t	0,232	-0,924	-1,321	-0,696	-0,297				
Test u	0,309	-1,611	-1,222	-0,685	-0,120				
Panel E : rentabilité (boursière) de l'action									
Entrep. B (2)						0,250	-0,161	-0,024	0,016
Test W									
Entrep. M (2)						0,157	0,037	-0,135	0,053
Test W									
Test t						-0,737	1,799*	-0,938	0,137
Test u						-0,779	1,692*	-1,205	-0,216

\* , \*\* , \*\*\* , significatif respectivement au seuil de 10 % , 5 % et 1 % .

(1) Les cinq premières colonnes présentent la moyenne de la variable étudiée sur chacune des années d'observation. Les quatre colonnes suivantes rapportent le pourcentage d'entreprises dont la variable augmente sur la période considérée.

(2) Rentabilité moyenne de l'action sur la période considérée. Le test W est le test de Wilcoxon signé. Il mesure la significativité du pourcentage d'entreprises dont la variable étudiée augmente sur la période correspondante. Le test t est le test de Student. Il mesure la significativité de la différence de moyenne entre les deux groupes d'entreprises. Le test u est le test de Mann-Withney. Il mesure l'égalité sur les rangs entre les deux groupes.

### 3.2.2. Les régressions logistiques entre variables de performances mesurées autour de la réduction d'effectifs

Les régressions logistiques du tableau 10 complètent les analyses précédentes. Ces régressions ont pour objectif de mesurer la probabilité d'appartenance des entreprises qui réduisent leurs effectifs aux groupes d'entreprises B (entreprises performantes) ou M (entreprises peu performantes) en fonction de différentes variables opérationnelles et financières mesurées sur les années suivant l'année de réduction d'effectifs.

**Tableau 10** – Les régressions logistiques entre variables financières et opérationnelles : probabilité d'appartenance des entreprises aux groupes B et M

Régressions logistiques								
Variable dépendante : appartenance au groupe des entreprises B (= 1) ou M (= 0)								
1ère régression	: Chi <sup>2</sup> (5) = 27,395, p = 0,00028							
	Variables indépendantes (année ou période d'évolution)							
	Const.	PT (1)	PT (0,1)	RE (1)	RE (0,1)	TF (1)	TF (-1,0)	TF (0,1)
Estim. t	-2,078	6,690	-8,688	1,260	-1,493	2,565	-0,467	-2,067
t (Student)	-4,519	2,883	-1,637	1,144	-0,434	1,022	-0,259	-0,768
niveau p	0,000	0,005	0,106	0,256	0,666	0,310	0,796	0,445
2ème régression	: Chi <sup>2</sup> (5) = 22,024, p = 0,00252							
	Variables indépendantes (année ou période d'évolution)							
	Const.	AS (1)	AS (0,1)	AA (1)	AA (0,1)	AC (1)	TF (1)	TF (0,1)
Estim. t	-1,589	-12,98	6,166	-6,314	-0,571	-26,61	-0,056	0,017
t (Student)	-4,323	-2,364	0,901	-1,359	-0,147	-2,454	-0,535	0,228
niveau p	0,000	0,0206	0,370	0,177	0,884	0,0163	0,594	0,819

La première régression du tableau 10 présente peu de variables indépendantes significatives. On peut seulement affirmer que l'importance de la productivité l'année 1 est positivement reliée à la probabilité que l'entreprise soit initialement performante, ce qui confirme un des résultats précédents. La faible significativité des autres variables signifie que les performances opérationnelles et financières faisant suite à la réduction d'effectifs ne dépendent pas des performances initiales des entreprises. Cette conclusion est importante, car elle montre que la réduction d'effectifs produit peu d'effets différenciés en fonction des performances initiales des entreprises. Autrement dit, les entreprises performantes restent performantes et les entreprises peu performantes ne voient pas leurs conditions s'améliorer significativement par rapport aux précédentes.

La deuxième régression permet cependant de nuancer les conclusions précédentes. On constate que l'importance de la part de valeur ajoutée allouée aux salariés ainsi que celle revenant aux créanciers sont négativement reliées à la probabilité que l'entreprise soit de type B. Autrement dit, les entreprises les moins performantes (M) consacrent une part de valeur ajoutée plus faible aux salariés et aux créanciers que les entreprises performantes (B) l'année qui suit la réduction d'effectifs. On

peut voir dans ce résultat le signe d'une volonté de maîtriser les coûts (coût de la dette et coût du personnel) de la part des entreprises M à la suite de la réduction d'effectifs.

## Conclusion

Cette étude s'est proposée de soumettre à des tests empiriques la véracité de l'idée couramment admise selon laquelle les réductions d'effectifs profiteraient aux actionnaires de l'entreprise. S'interroger sur les performances financières, et leurs évolutions, des entreprises réduisant leurs effectifs revient à se demander si cette opération est créatrice de valeur pour les actionnaires.

Sur l'échantillon global, il apparaît que les firmes qui réduisent leurs effectifs :

- sont légèrement plus endettées que le secteur et augmentent cet endettement ;
- améliorent leur productivité et leur rentabilité économique autour de l'année de la réduction d'effectifs ;
- consacrent une part importante de leur valeur ajoutée aux salariés et créanciers et moins importante aux actionnaires ;
- ne connaissent pas un accroissement de la rentabilité des capitaux propres après l'opération de réduction<sup>17</sup>.

Les entreprises qui réduisent leurs effectifs et dont le ratio charges de personnel sur valeur ajoutée diminue simultanément (entreprises N), voient le montant du résultat net dans la valeur ajoutée progresser. La rentabilité des capitaux propres s'accroît fortement sur la même période pour ces entreprises.

Les entreprises P semblent être de nature réactive alors que les entreprises N semblent être proactives. Autrement dit, les entreprises P, agissant *a priori* dans l'intérêt de leurs salariés, attendent la naissance de difficultés identifiables (baisse de la productivité, diminution de la rentabilité des capitaux propres) pour procéder à un réajustement par ré-

---

<sup>17</sup> La rentabilité économique n'augmente pas d'une manière suffisamment importante sur les années qui suivent la réduction d'effectifs pour se répercuter significativement dans une hausse de rentabilité des capitaux propres.

duction d'effectifs. Les entreprises N ne connaissent pas de difficultés identifiables particulières lorsqu'elles procèdent à la réduction d'effectifs. La réduction d'effectifs semble prévenir d'éventuelles difficultés financières.

Il n'apparaît pas d'une manière évidente que le comportement des entreprises ne favorisant pas les employés dans le partage de la valeur ajoutée lors de la réduction d'effectifs (entreprises N), conduite à un accroissement de la richesse de leurs actionnaires. En effet, la rentabilité (boursière) de l'action corrigée de l'effet sectoriel sur la période correspondant à la réduction d'effectifs s'explique principalement par l'importance de la rentabilité des capitaux propres, des opportunités de croissance et l'augmentation des charges de personnel dans la valeur ajoutée. Ce dernier résultat signifierait que le marché financier apprécie d'autant plus les réductions d'effectifs que les entreprises favorisent le partage de la valeur ajoutée au profit des salariés. Ce résultat peut sembler paradoxal ; il s'explique par le fait que ces entreprises voient leur valeur ajoutée diminuer fortement sur la période de réductions d'effectifs. Cette réduction d'effectifs se justifie donc pleinement, elle accompagne une baisse de l'activité et doit permettre d'assurer la continuité de l'entreprise.

Enfin, même si les réductions d'effectifs, en provenance d'entreprises dont les performances initiales sont faibles, paraissent être mieux appréciées par le marché financier (augmentation de la rentabilité (boursière) de l'action), elles ne permettent pas une amélioration des performances opérationnelles et financières significativement plus forte que celle des entreprises initialement performantes. La réduction d'effectifs semble, à ce titre, ne pas constituer un moyen suffisant de retour à la rentabilité.

## **Bibliographie**

Abowd J., Milkovich G., Hannon J. [1990], «The Effects of Human Resource Management Decision on Shareholder Value », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 43, February, p. 203-236.

- Albouy M. [1993], «La finance contre l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai, p. 29-38.
- Arcimoles [d'] C.H. [1995], *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Paris, Économica.
- Arcimoles [d'] C.H., Fakhfakh F. [1997], «Licenciements et performance de l'entreprise : une analyse longitudinale 1987-1993 », in M. Tremblay, B. Sire [Éds.], *GRH face à la crise ?*, Montréal, Presses HEC, p. 21-36.
- Asquith P., Mullins D. [1986], « Equity Issues and Offering Dilution », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, p. 61-89.
- Bronars S., Deere D. [1991], « The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth », *Quarterly Journal of Economics*, Februray, vol. 16, p. 231-254.
- Bruner R. [1988], « The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23, n° 2, p. 199-217.
- Cazal D., Dietrich A. [1998], « Travail et valeur : quelles problématiques pour la GRH ? », in *Actes des XIVèmes Journées nationales des Iae*, Nantes, Presses académiques de l'Ouest, p. 307-321.
- Charreaux G., Desbrières P. [1997], « Le gouvernement des entreprises », *Banque et Marchés*, n° 29, juillet-août, p. 28-34.
- Charreaux G. [1996], *Gestion financière*, Paris, Litec.
- Chevalier P., Dure D. [1994], « Quelques effets pervers des mécanismes de gestion », *Gérer et Comprendre*, n° 49, p. 4-14.
- Dagsupta S., Sengupta K. [1993], « Sunk Investment, Bargaining, and the Choice of Capital Structure », *International Economic Review*, février, vol. 34, p. 203-220.
- Desbrières P. [1997], « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in G. Charreaux [Éd.], *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Économica.
- Desbrières P. [1997], « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. Charreaux [Éd.], *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Économica.

- Desseigne G. [1997], *Les plans sociaux*, Paris PUF.
- Elayan F., Swales G., Maris B., Scott J. [1998], « Market Reactions, Characteristics, and the Effectiveness of Corporate Layoffs », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, n° 3 et 4, p. 329-351.
- Grout P. [1984], « Investment and Wages in the Absence of Binding Contracts : A Nash Bargaining Approach », *Econometrica*, March, vol. 52, p. 449-460.
- Hubler J., Schmidt G. [1996], « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises », *13ème journées des IAE*, Toulouse, p. 448-467.
- Jensen M. [1989], « Active Investors, LBO's and Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, p. 35-44.
- John K., Ofek E. [1995], « Asset Sales and Increase in Focus », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 105-126.
- Lee P. M. [1997], « A comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the United States and Japan », *Strategic Management Journal*, vol. 18, p. 879-894.
- Lev B., Schwartz A. [1971], « On the Use of the Economic Concept of Human Capital in Financial Statements », *The Accounting Review*, January, p. 103-112.
- Lin J.-C., Rozeff M. [1993], « Capital Market Behavior and Operational Announcements of Layoffs, Operation Closings, and Pay Cuts », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 3, p. 29-45.
- Ofek E. [1993], « Capital Structure and Firm Response to Poor Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, p. 3-30.
- Perotti E., Spier K. [1993], « Capital Structure as a Bargaining Tool : The Role of Leverage in Contract Renegotiation », *The American Economic Review*, vol. 83, n° 5, p. 1131-1141.
- Smith C., Watts R. [1992], « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 263-292.
- Watts R., Zimmerman J. [1990], « Positive Accounting Theory : A Ten Years Perspective », *The Accounting Review*, January, p. 131-156.
- Williamson O. E. [1988], « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 567-591.

Worrell D. L., Davidson W. N., Sharma V. M. [1991], «Layoff Announcements and Stockholder Wealth», *Academy of Management Journal*, vol. 34, p. 662-678.