

Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière de l'entreprise

Jérôme HUBLER

Université de Nancy 2 (IAE)

Pierre-Xavier MESCHI

Université de la Méditerranée

Géraldine SCHMIDT

Université Paris 1 Sorbonne (IAE)

Classification JEL : G30, J50, J60

Correspondance :

Jérôme Hubler,

IAE de Nancy 2 - 13, rue Michel Ney, 54037 Nancy Cedex

E-mail : Jerome.hubler@univ-nancy2.fr

Résumé : Outre la mesure de l'impact de l'annonce des suppressions d'emplois, réalisée à travers une d'étude d'événements, cette recherche intègre une série de critères qui caractérisent les suppressions d'emplois. Deux résultats majeurs sont à noter : 1) aucun impact significatif n'est mis en évidence dans trois cas : a) si le motif exprimé est offensif, b) si la société appartient à un secteur industriel ou à celui des services des technologies de l'information, c) si les suppressions d'emplois ne concernent qu'un site particulier ; 2) Un impact significatif négatif apparaît dans trois cas : a) si la source de l'information de l'annonce des suppressions d'emplois est syndicale et que le motif est réactif, b) si la société concernée appartient à un secteur des services autre que celui des technologies de l'information, et c) si les suppressions d'emplois sont supérieures à 10 % de l'effectif total.

Mots clés : suppressions d'emplois – plans sociaux – études d'événements – création de valeur pour l'actionnaire.

Abstract : The impact of layoff announcements on shareholder value is measured through event study methodology. Furthermore, the study includes several factors that characterize the type of downsizing. Two main results can be pointed out. 1) The absence of a significant impact in three cases : a) if the expressed motives of layoffs are offensive, b) if the company belongs to an industrial sector or to the IT sector, and c) if only one site is concerned. 2) A significant negative impact is observed in three cases : a) if the information source is labor unions and the expressed motivation is reactive, b) if the company belongs to the services sector excluding the IT sector, and c) if the overall percentage of layoffs is more than 10 %.

Key words : layoffs – downsizing – event studies – shareholder value creation

Quelle est la relation entre les annonces de suppressions d'emplois et la valeur boursière des entreprises impliquées ? Dans leur analyse de la littérature, nombre d'études (Worrell et *al.*, 1991 ; Kalra et *al.*, 1994 ; Palmon et *al.*, 1997) mettent l'accent sur l'ambivalence théorique de cette question : d'un côté, ce type d'événement peut être positivement interprété selon l'hypothèse où les dirigeants (ré)agiraient en vue de maximiser la richesse des actionnaires ; d'un autre côté, les suppressions d'emplois véhiculeraient des informations négativement interprétées par le marché boursier, notamment sur la capacité des entreprises concernées à dégager des profits et à créer de la richesse pour leurs actionnaires. Sur le plan des résultats empiriques, une majorité se dégage autour de deux constats principaux.

Tout d'abord, les annonces de suppressions d'emplois semblent souvent associées à une réaction boursière négative (*cf.* tableau 1). Seules quelques études relèvent des résultats non significatifs à la date d'annonce (Abowd et *al.*, 1990 ; Hubler et *al.*, 2001). Des hypothèses ont été avancées pour expliquer cet effet boursier négatif. Celui-ci peut ainsi être interprété comme une défiance des actionnaires vis-à-vis de problèmes financiers actuels mais également comme une anticipation de difficultés financières futures. Cette aversion au risque liée aux suppressions d'emplois peut d'ailleurs s'insérer dans une approche plus large, et de nature socio-économique, des risques de ces opérations. Ces risques sont à mettre en relation avec les dysfonctionnements et effets pervers (*cf.* grèves, baisse de productivité, *turnover*, détérioration de la qualité, etc.) consécutifs à des opérations parfois mal gérées qui peuvent déstabiliser, voire même briser le cadre de travail et le contrat moral liant les individus à leur organisation (Meschi, 1997). Cependant, ces explications restent hypothétiques et sujettes à discussion, car l'effet boursier négatif observé reste une moyenne globale qui recouvre une forte variance des réactions (tant dans leur amplitude que dans leur sens). Il s'agit là du deuxième constat qui a été mis en lumière par les études empiriques.

La problématique relative à la réaction du marché boursier à l'égard des annonces de suppressions d'emplois reste entière et appelle d'autres interrogations. Quelle est l'origine des variations importantes et opposées qui ont pu être constatées au niveau des réactions boursières ? Quels sont les facteurs qui permettent d'expliquer ces variations ? Quelles sont les informations supplémentaires sur l'entreprise, et plus

spécifiquement sur le plan des suppressions d'emplois, qui ont conduit le marché boursier à une réaction négative, positive ou neutre ?

1. Suppressions d'emplois et création de valeur pour les actionnaires : contexte et forme des suppressions d'emplois

1.1. Synthèse des études empiriques existantes

L'analyse de la littérature montre que les études empiriques distinguent leur échantillon selon le contexte financier et la forme du plan de suppressions d'emplois (*cf.* tableau 1). Il faut noter également que le contexte financier est de loin la variable la plus fréquemment utilisée pour segmenter l'ensemble des réactions boursières associées aux suppressions d'emplois.

Le contexte financier ou le « profil financier » des entreprises au moment de l'annonce des suppressions d'emplois semble être un facteur déterminant de l'amplitude et du sens de la réaction boursière (Worrell et *al.*, 1991 ; Gombola et Tsetekos, 1992 ; Palmon et *al.*, 1997 ; Gunderson et *al.*, 1997 ; Elayan et *al.*, 1998 ; Hubler et *al.*, 2001). Plus généralement, dans les études explicitement centrées sur l'annonce de suppressions d'emplois, deux hypothèses sont avancées : soit celle de la « détresse financière » (l'annonce de suppressions d'emplois déstabilise l'entreprise et renforce sa condition financière médiocre), soit celle du « bénéfice potentiel » (l'annonce de suppressions d'emplois a moins d'effet pour les entreprises en bonne santé financière) (Iqbal et Shetty, 1995 ; Palmon et *al.*, 1997). Ceci conduit à distinguer deux types de stratégies de restructuration associées aux suppressions d'emplois : les stratégies défensives (en réponse à une baisse de la demande notamment) et les stratégies offensives (justifiées par une volonté d'amélioration anticipative de la rentabilité).

La conjoncture interne et externe à l'origine des suppressions d'emplois diverge d'une entreprise restructurée à l'autre ; chaque plan peut à la limite être considéré comme un cas particulier : certaines entreprises invoquent par exemple la dégradation de leur demande, d'autres, la perte d'un marché, l'agressivité de la concurrence ou le déclin de leur technologie. Cependant, si les problèmes invoqués sont de nature différente, les entreprises restructurées ont en commun une logique qui les pousse à supprimer des emplois : la situation de leur

compte de résultat, et plus particulièrement de leur profit. Dès lors que les problèmes rencontrés se matérialisent financièrement par la détérioration du profit, la réaction est souvent immédiate : « *la plupart des dirigeants, quand ils se voient enfin sommés de s'attaquer à des difficultés liées à la concurrence (stagnation, baisse des marges, diminution de la part de marché), empoignent leur couteau et se lancent dans une brutale restructuration. L'objectif est de dégraisser l'entreprise, de se délester des unités déficitaires et de relever la rentabilité* » (Hamel et Prahalad, 1995, p. 14). La décision de supprimer des emplois est ici purement réactive, curative, davantage subie que voulue par l'entreprise. Dans ce cas, la restructuration s'inscrit dans un changement réactif ou, selon les termes de Fabre (1997), dans un « *plan social réactif* ».

Mais, la « détresse financière » ne justifie pas tous les cas de suppressions d'emplois. Sinon, comment expliquer ces dernières années les restructurations d'entreprises fortement bénéficiaires ? En réponse à cette question, Fabre (1997, p. 72) notait qu' « *alors que la réduction de postes ou la réorganisation sont contraintes dans de nombreux cas, elles peuvent également correspondre à une démarche (ou à une décision) proactive [...] Le principal argument avancé est la nécessité de faire évoluer l'organisation en permanence pour conserver des avantages par rapport aux principaux concurrents* ». Bien que fréquemment réactives voire tardives, les suppressions d'emplois ne sont pas uniquement le reflet d'une volonté des dirigeants de différer le plus possible un tel traumatisme social et surtout, d'une « *incapacité à mettre en oeuvre une flexibilité « sérieuse », ou « vraie », du fait des contraintes légales* » (d'Arcimoles, 1995, p. 160). Sans écarter l'existence possible d'une attitude cynique chez certaines de ces entreprises profitables et restructurées, ces dernières, bien que minoritaires, témoignent d'une démarche active et préventive de management des ressources humaines qui va à l'encontre de l'idée généralement admise selon laquelle les décisions de suppressions d'emplois ne sont pas prises en temps voulu. Plus généralement, Gunderson et al. (1997, p. 367) notent que cette forme « offensive » de suppressions d'emplois renvoie à « *un projet d'affermissement de l'organisation de façon à ce que celle-ci soit plus à même de s'adapter aux exigences futures de son environnement* ». En synthèse, nous pouvons rattacher ces deux contextes de suppressions d'emplois à deux motivations stratégiques bien distinctes qui se définissent pour la première comme la volonté de rétablir la

rentabilité (motivation réactive) et pour la seconde comme la volonté de conforter un avantage concurrentiel solide (motivation offensive).

Au plan des résultats empiriques, il ressort globalement que les suppressions d'emplois concernant des entreprises en « bénéfice potentiel » (*cf.* motivation offensive) susciteraient des réactions boursières positives, contrairement aux suppressions d'emplois concernant des entreprises en « détresse financière » (*cf.* motivation réactive) (Kalra et *al.*, 1994 ; Palmon et *al.*, 1997 ; Gunderson, et *al.*, 1997 ; Hubler et *al.*, 2001). Plus spécifiquement, Worrell et *al.* (1991) montrent que l'annonce de suppressions d'emplois ne s'accompagne d'une réaction significative et négative que dans les cas où la décision de supprimer des emplois est justifiée par une situation de « détresse financière ». Dans les cas où la décision s'inscrit dans une optique offensive, aucune réaction boursière significative n'est observée.

Pour l'étude de la relation entre la forme des annonces de suppressions d'emplois et la valeur boursière des entreprises impliquées, l'analyse de la littérature montre que l'amplitude ou la taille du plan de suppressions d'emplois (*i.e.*, le nombre d'emplois touchés par rapport au nombre total d'emplois) est étudiée prioritairement (*cf.* tableau 1). D'autres variables ont également été testées, mais de façon beaucoup moins systématique : la localisation géographique (domestique ou étrangère), la cible des suppressions d'emplois (suppressions partielles ou fermetures de site), la nature récurrente de l'annonce elle-même (première et unique annonce ou plusieurs annonces successives).

L'amplitude, la cible des suppressions d'emplois, la nature récurrente de l'annonce elle-même semblent être des facteurs déterminants de l'importance et du sens de la réaction boursière, ce qui ne semble pas être le cas de la localisation géographique : en effet, les réactions boursières restent non significatives que les sites concernés soient périphériques à l'entreprise ou soient situés à l'étranger (Gombola et Tsetekos, 1992). Gunderson et *al.* (1997) montrent que l'amplitude des suppressions d'emplois véhicule globalement une information négative aux investisseurs, d'autant plus négative que les suppressions sont nombreuses. De leur côté, Worrell et *al.* (1991) ne constatent une réaction boursière négative que dans les cas où les suppressions d'emplois prennent une forte ampleur. Pour ce qui est de la cible des suppressions d'emplois, Elayan et *al.* (1998) constatent que pour les différentes fenêtres d'événements analysées, les annonces de suppressions partielles présentent des résultats constants et négatifs, ce qui n'est pas le cas des

annonces de fermetures de site. Dans le cas d'annonces successives au sein d'une même année, c'est la première annonce qui semble avoir l'effet boursier négatif le plus grand (Gunderson et *al.*, 1997).

1.2. *Problématique et hypothèses de travail*

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 la relation entre les annonces de suppressions d'emplois et la valeur boursière des entreprises impliquées. S'inscrivant dans ce cadre de recherche, l'objectif de cet article est d'approfondir l'analyse de l'impact boursier en testant l'existence de réactions boursières différenciées selon le contexte financier (motivation réactive ou offensive) et la forme du plan de suppressions d'emplois. Il s'agit ici de confirmer les tendances qui ont été mises en lumière pour certaines variables analysées de façon plus ou moins systématique (la motivation, l'amplitude ou la taille du plan de suppressions d'emplois, la cible des suppressions d'emplois) dans les études précédentes, mais également d'en introduire de nouvelles qui seraient susceptibles d'être associées à des réactions boursières différenciées et significatives (notamment la source syndicale ou patronale d'annonce des suppressions d'emplois et le secteur d'activité des entreprises concernées).

Plus précisément, et pour partie sur la base des résultats des études d'événements publiées, quelques hypothèses de travail serviront à structurer l'analyse empirique réalisée. L'hypothèse de départ, et qui constitue le cœur de l'analyse, renvoie à l'idée selon laquelle le marché boursier va réagir à l'annonce de suppressions d'emplois. Fondement même des méthodes d'études d'événement qui stipulent que les acteurs sur le marché interprètent les informations contenues dans les annonces d'événements et réagissent en conséquence, cette hypothèse s'inscrit plus largement dans le cadre théorique de l'efficience informationnelle des marchés financiers (Fama, 1991), mais aussi des débats qui l'entourent (Fama, 1997). Dans la littérature sur les restructurations, Clarenbach et Davies (2001) évoquent l'effet de surprise en cas d'annonce de suppressions d'emplois pour des entreprises dont la gestion, la santé financière ou les gains boursiers antérieurs sont connus et perçus comme excellents : pour ces entreprises, les auteurs montrent que les effets liés à l'annonce de suppressions d'emplois sont d'autant

plus négatifs. De la même manière, Elayan et *al.* (1998) soulignent combien l'effet de surprise par rapport aux informations disponibles et aux attentes prévisibles accroît le caractère négatif de la réaction du marché à ce type d'annonces. Nous postulons donc ici qu'une annonce de suppressions d'emplois peut véhiculer plusieurs types d'informations qui sont susceptibles d'être interprétées selon les cas négativement ou positivement par les acteurs sur les marchés financiers.

H0 : L'annonce de suppressions d'emplois peut véhiculer à la fois des « bonnes » et des « mauvaises » nouvelles auprès des acteurs sur le marché boursier, conduisant alors à des effets combinés à la fois positifs et négatifs, globalement non significatifs. La différenciation entre « bonnes » et « mauvaises » nouvelles dépend d'une série de facteurs liés au contenu de l'information et à son contexte.

Premièrement, les raisons invoquées pour justifier de la décision de suppressions d'emplois sont l'un des facteurs les plus souvent mentionnés (et démontrés empiriquement) dans la littérature. L'analyse des études existantes nous conduit à formuler les hypothèses suivantes.

H1 : La réaction du marché à l'annonce de suppressions d'emplois est différenciée selon que cette décision s'inscrit dans une action de type réactif/défensif ou une action de type offensif/proactif : elle sera d'autant plus négative que le caractère défensif est prononcé.

Cette classification en deux types de stratégies de restructurations, largement utilisée dans la littérature, n'en appelle pas moins un certain nombre de questions : d'une part, l'annonce ne contient pas systématiquement une information sur les justifications de la décision de suppression d'emplois ; d'autre part, lorsqu'elle en contient, les raisons invoquées sont parfois multiples et renvoient à la fois à des stratégies réactives et à des stratégies proactives. Le chercheur est ainsi conduit, dans la codification de cette variable, à faire quelques arbitrages parfois délicats, ne reflétant pas nécessairement le schéma cognitif des acteurs sur le marché qui reçoivent cette information en plus des autres dont ils disposent. Au-delà de ces arbitrages, les auteurs s'accordent pour dire que les mauvaises conditions du marché, la baisse de la demande, la détresse financière, etc. sont associées à des stratégies réactives. À l'inverse, une politique de réduction des coûts, de restructuration plus globale, de recentrage, d'amélioration de la productivité, etc. est associée à des stratégies proactives. Certains auteurs nuancent ces éléments et soulignent que le contexte économique ambiant est égale-

ment à prendre en compte : en période de récession, le licenciement est plus facilement perçu comme une tentative de réduction des coûts (réaction positive), alors qu'en période de croissance, il est perçu comme un indicateur de grande difficulté de l'entreprise (Ursel, 1995). D'ailleurs, quelques études ont tenté de montrer que les réactions du marché avaient évolué d'une période à une autre durant les trois dernières décennies. Farber et Hallock (1999) analysent la période allant de 1970 à 1997 et montrent que les suppressions d'emplois offensives sont devenues plus fréquentes que les défensives aux États-Unis ; McKnight et *al.* (2002) montrent quant à eux, dans le contexte britannique, que les réactions sont plus négatives dans les années 90 que dans les années 80.

Deuxièmement, la source de l'information pourrait avoir une incidence sur son interprétation par les acteurs. Notamment, et en écho à ce que Clarenbach et *al.* (2001) montrent dans leur recherche, le fait que les syndicats semblent impliqués du fait que l'annonce soit de source syndicale peut accroître l'effet négatif sur le marché, laissant à penser que les négociations et le climat des relations professionnelles risquent d'être difficiles. Plus précisément, nous postulons que la source d'information, syndicale ou managériale, peut être vue soit comme le simple véhicule de l'annonce de suppression d'emplois, indépendant de son contenu, soit comme une information en soi, étroitement liée au contenu de l'annonce. En ce sens, cette variable peut être conçue comme une variable explicative à part entière ou comme une variable intermédiaire, modifiant le lien entre le contenu de l'annonce (et notamment le type de stratégie de suppression d'emplois exprimée comme justificatif ou motivation) et l'effet sur les cours boursiers. En l'occurrence, on peut penser qu'une annonce de suppression d'emplois de type réactif/défensif relayée par la voie syndicale sera d'autant plus négativement reçue par les acteurs sur les marchés boursiers. D'où les hypothèses suivantes.

H2 : La source d'information (syndicale ou managériale) qui véhicule l'annonce de suppression d'emplois a une incidence sur la réaction des marchés boursiers à l'annonce, soit directement, soit indirectement par le biais du contenu même de l'information véhiculée.

H2bis : La réaction des marchés boursiers sera d'autant plus négative que l'annonce est de source syndicale ET exprime des motivations de stratégie réactive.

Troisièmement, deux indicateurs de l'ampleur (ou du périmètre) des suppressions d'emplois peuvent être distingués : d'une part, le fait qu'elles touchent la totalité de l'entreprise ou un site particulier uniquement ; d'autre part, leur poids dans l'effectif global de l'entreprise. Pour ces deux indicateurs, on postule aisément que plus l'ampleur est importante, plus la réaction du marché est négative. Palmon et Sun (1997), Lee (1997), Clarenbach *et al.* (2001), Filbeck et Webb (2001) montrent par exemple cette relation. D'où les deux hypothèses suivantes.

H3 : La réaction des marchés sera d'autant plus forte que les suppressions d'emplois annoncées concernent l'entreprise dans sa globalité, et non pas un site localisé.

H3bis : La réaction des marchés à l'annonce de suppressions d'emplois sera d'autant plus forte que l'ampleur des suppressions d'emplois annoncées est grande (en proportion de l'effectif total).

Enfin, et quatrième, la variable du secteur d'activité auquel appartiennent les entreprises concernées par les suppressions d'emplois a été testée. Dans la logique de « l'effet de surprise » mentionné plus haut, on pourrait alors poser l'hypothèse que la réaction des acteurs sur le marché financier sera négativement amplifiée si l'image perçue du secteur et de sa santé économique est très bonne :

H4 : La réaction des marchés sera d'autant plus négative que les annonces de suppressions d'emplois concernent des secteurs perçus comme attractifs.

Afin de soumettre au test ces différentes hypothèses, une étude d'événements a été construite, reposant sur une série de choix méthodologiques exposés et justifiés ci-après.

Tableau 1 – Synthèse de la littérature sur la relation entre annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière

Étude	Taille de l'échantillon	Zone	Période de l'étude	Effet boursier à l'annonce	Performance boursière cumulée**	Variables explicatives testées
Abowd et al. (1990)	87 (1980) 88 (1987)	USA	1980 et 1987	Non significatif (1980) Non significatif (1987)		
Worrell et al. (1991)	194	USA	1979-1987	-0,45 %	-0,79 % ^a [-1, +1] ; -2,46 % ^a [-5, +5] -0,21 % ^c [-5, +5]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b) Segmentation de l'échantillon (amplitude forte ^c /faible ^d)
Gombola et Tsetsekos (1991)	282	USA	1980-1988	Significatif pour les fermetures de sites importants et nationaux		Profil financier Raisons de la fermeture du site Situation géographique du site Liens structurels avec l'entreprise Taille relative de l'usine
Gombola et Tsetsekos (1992)	282	USA	1980-1986	-0,58 %	-1,72 % ^c [-1, 0] ; -0,75 % ^c [-1, 0]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b) Segmentation de l'échantillon (amplitude forte ^c /faible ^d) Segmentation de l'échantillon (localisation domestique ^e /étrangère ^f)
Caves et Krepps (1993)	513	USA	1987-1991	-0,625 %		Emplois de cadres concernés par l'annonce de suppressions Annonce de réorganisation Fermeture d'usine Fusion précédente Départs temporaires / volontaires Annonce de pertes / de gains
Spivey et al. (1994)	193	USA	1980-1987		-0,56 % [-1, +1]	Amplitude du plan de suppressions d'emplois* Taille de l'entreprise (actifs) Niveau de l'endettement
Kalra et al. (1994)	132	USA	1984-1987	-0,46 %	3,1 % ^b [-10, +10] ; 1,56 % ^b [-5, +10] 1,08 % ^b [-1, +5] ; -0,76 % ^a [-1, 0]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b)

Iqbal et Shetty (1995)	187	USA	1986-1989	Réaction moyenne négative		Secteur d'activité Pourcentage de salariés licenciés dans l'effectif total Santé financière
Madura et al. (1995)	48 (banques)	USA	1984-1992	Effets intra-sectoriels positifs		Valeur boursière de la banque annonçant les licenciements Situation géographique Rentabilité du secteur bancaire
Ürsel et Armstrong-Thassen (1995)	157	Canada	1989-1992	Effets globalement négatifs		Pourcentage des licenciements dans l'effectif total Variation de l'EPS (<i>Earning Per Share</i>) Récurrence des licenciements
Davidson et al. (1996)	51 (annonces de plan de départs anticipés)	USA	1982-1992	0,05 (non significatif)	0,78 % [-5,-2] -6,83 % [-240,-20] +6,44 % [+241,+460]	Réduction des coûts ou non Départs anticipés inclus dans un plan global Annonce avant / après le 30 janvier 1987 Réservé / non aux cadres
Lee (1997)	350	USA Japon	1990-1994	Réactions négatives (USA et Japon)		Licenciements permanents / temporaires Annonce unique / multiple Taille du licenciement Stratégie réactive ou proactive Licenciements premiers ou non dans l'industrie Année du licenciement
Nemec (1997)	140	USA	1980-1990	Effets globalement négatifs		Raisons du licenciement Durée des licenciements (temporaire / permanent) Poids dans l'effectif total (+ ou - 1,5 %) Fréquence des licenciements dans les 2 dernières années Spécificité du secteur automobile
Palmon et al. (1997)	140	USA	1982-1990		-1,82 % ^a /0,6 % ^b [-1, 0] -2,23 % ^a /0,8 % ^b [-1, +1] -2,12 % ^a [-1, +10]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b)
Gunderson et al. (1997)	214	Canada	1982-1989	-0,28 %	-1,28 % ^a /-0,47 % ^b [-1, 0] -0,96 % ^c /-0,53 % ^d [-1, 0] -1,27 % ^e /-0,42 % ^f [-1, 0]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b) Segmentation de l'échantillon (amplitude forte ^c /faible ^d) Segmentation de l'échantillon (première et unique annonce ^e /plusieurs annonces successives ^f)
Sun et Tang (1998)	140	USA	1982-1990	-0,7 %	-1,13 % [-1, 0]	

Elayan et al. (1998)	646	USA	1979-1991	-0,3 %	-0,79 % ^a /0,31 % ^b [-1, +1] -0,57 % ^a /0,75 % ^b [+2, +20] -0,39 % ^c /-0,57 % ^d [-1, +1] -0,82 % ^c /0,68 % ^d [+2, +20] -0,73 % ^d [-20, -2] ; -0,5 % ^e [-1, +1] -0,46 % ^b [-1, +1] -1,2 % ^e /1,07 % ^h [-20, -2]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b) Segmentation de l'échantillon (Suppressions partielles ^c /fermeture de sites ^d) Segmentation de l'échantillon (industrie ^e /services ^f) Segmentation de l'échantillon (masse salariale supérieure à la médiane ^g /inférieure ^h)
Hallock (1998)	1 287	USA	1989-1991	-0,4 %	-0,3 % [-1, +1] ; -0,3 % [-5, +5] -0,7 % [-10, +10]	
Franz et al. (1998)	351	USA	1978-1992	-0,80 %	-1,01 % [-5,+5] ; 4,19 % [+1,+90] ; -6,29 % [-90,-2] ; -2,91 % [-90,+90]	Raison des suppressions d'emplois (réduction des coûts, réorganisation, autres) Santé financière (détresse financière, normal, bonne santé)
Abraham et Kim (1999)	368	USA	1993-1994	Non significatif	-0,85 % [-1,0] ; +0,85 % [0,+1]	Annonce simultanée de mesures de garantie d'emploi
Pouder et al. (1999)	170	USA	1989-1993	-0,63 %	-7,23 % [-50, 0] ; -0,99 [-2, 0] -1,09 % [-1, 0]	Structure du Conseil d'Administration* Structure de l'actionariat* Annonces antérieures de suppressions d'emplois Amplitude du plan de suppressions d'emplois*
						Performance commerciale et économique (<i>ex ante</i>)*
Farber et Hallock (1999)	3878	USA	1970-1997	-0,376 %		Période temporelle (distinction de 1970-79, 1980-89, 1990-97) Raison évoquée de la suppression d'emploi (réorganisation, fermeture de site, baisse de la demande, réduction des coûts) Secteur d'activité % de l'effectif total Caractère temporaire ou permanent
Hubler et al. (2001)	142	France	1992-1998	Non significatif	-0,89 % ^b [-10, -1] -0,44 % ^a /0,21 % ^b [-1, +1]	Segmentation de l'échantillon (forme réactive ^a /offensive ^b)
Chan-Lau (2001)	1011	Japon	1999-2000			Segmentation de l'échantillon en avant et après la mise en application d'une Loi sur la Réhabilitation Commerciale (CRL) en avril 2000 au Japon , en soutien aux opérations de restructuration

Clarenbach et Davies (2001)	336	Amérique du Nord, Europe Occ. et Asie (13 pays)	2000-2001		-6,10 %, [+2,-2] ; -3,87 % [-10,+10] -2,38 % [-10,-3]	Environnement/marché de l'emploi plus ou moins régulé et impliquant +/- les syndicats (Anglo-Am. vs. Europe) Qualité perçue du management Santé financière de l'entreprise Performances récentes du secteur Ampleur des suppressions d'emplois (% et récurrence)
Chen <i>et al.</i> (2001)	349	USA	1990-1995	-0,012	-0,080 [-250,-2] 0,170 [+1,+250]	Raisons évoquées des licenciements Changements réels dans les caractéristiques de l'entreprise
Filbeck et Webb (2001)	366	USA	1990-1997	-1,15 %	-1,15 % [-1,0] ; -1,24 [-1,+1] ; +0,84 % [+2,+10]	Ampleur des suppressions d'emplois Niveau de propriété managériale Taille de l'entreprise
Poon <i>et al.</i> (2001)	218	USA	1988-1995	-0,916 %		Annnonce de restructuration seule Annnonce mixte : restructuration et résultats de l'année Ampleur de la restructuration
Chalos et Chen (2002)	656	USA	1993-1995			Type de suppressions d'emplois (réduction de coûts, fermeture de site, stratégie de recentrage) Part dans l'effectif total
McKnight <i>et al.</i> (2002)	88 + 147 (235)	RU	1980-4 (80's) 1991-5 (90's)		80's : -1,40 % [-2,+2] 90's : -2,05 % [-2,+2]	Réactif / Proactif Première annonce / Série d'annonces Obligatoire / Volontaire

*signifie que l'impact de la variable explicative testée est statistiquement significatif

**seuls les résultats statistiquement significatifs sont présentés dans cette colonne

2. Méthodologie de la recherche et échantillon de travail

Une méthodologie éprouvée d'études d'événements a été volontairement mise en œuvre afin d'assurer une comparabilité complète des résultats obtenus avec ceux des études antérieures en France comme à l'étranger. Cette démarche a été maintenue autant que possible à chacune des étapes successives de l'étude, permettant ainsi le rapprochement des résultats obtenus à ceux de la littérature empirique¹.

2.1. La période de l'étude et de la fenêtre de l'événement

La période de l'étude comprend dix années complètes, de 1992 à 2001. Durant cette période, ont été retenues toutes les annonces de suppressions d'emplois concernant des sociétés cotées sur le marché français des actions, quel que soit le compartiment boursier de cotation. Les deux grands quotidiens français de la presse économique, *Les Échos* et *La Tribune*, ont été utilisés comme sources d'information complémentaires et parallèles des annonces de suppressions d'emplois. La date de l'événement considérée est alors celle de la publication de l'information dans l'un ou l'autre de ces périodiques. Lorsque la même information était publiée dans les deux quotidiens à des dates différentes, la date de sa première publication a été retenue.

La fenêtre de l'événement prise en compte (période de temps entourant la date de l'événement durant laquelle a été recherchée l'influence de l'annonce de suppressions d'emplois sur les cours) comprenait les dix jours de bourse précédant et suivant la date de l'annonce. On a alors, dans l'estimation des taux de rentabilité normaux et anormaux : $t = -10, \dots, 0, \dots, +10$, correspondant à une fenêtre de l'événement de 21 jours. Une semaine de bourse comprenant généralement cinq jours de bourse effectifs, la fenêtre de l'événement utilisée comprenait ainsi approximativement les deux semaines précédant et suivant les dates d'annonces des suppressions d'emplois. Cette fenêtre a été choisie, d'une part, parce qu'elle permettait une comparabilité directe avec la plupart des études antérieures similaires, d'autre part, parce qu'il s'agit dans cette étude comme dans les études antérieures comparables de re-

¹ Le choix d'un modèle ou d'une méthodologie sensiblement différents de ceux généralement mis en œuvre dans les études empiriques antérieures aurait pu conduire à penser que des divergences de résultats puissent être attribuées à ces choix méthodologiques.

chercher l'influence de l'annonce des suppressions d'emplois sur les cours boursiers, plus que celle – plus diffuse et non événementielle – des conséquences boursières des suppressions d'emplois proprement dites.

Les analyses menées s'inscrivent ainsi dans le champ de la littérature mettant en œuvre des méthodologies d'études d'événements de court terme par rapport à la date de l'annonce de suppressions d'emplois. Des analyses à plus long terme, intégrant des fenêtres de l'événement plus longues, constituent de fait un autre champ d'étude sur un autre objet de recherche.

2.2. *Le modèle et l'échantillon de travail*

Pour chaque annonce de suppressions d'emplois identifiée durant la période de l'étude, un modèle de marché a été estimé pour le titre (i) correspondant sur une période d'estimation de 200 jours de bourse précédant et jouxtant la fenêtre de l'événement, de la forme unifactorielle classique :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Où R_{it} et R_{mt} sont respectivement le taux de rentabilité du titre i et le taux de rentabilité moyen du marché sur la période t ($t = 1, \dots, 200$). Le taux de rentabilité du marché est dans cette estimation celui de l'indice SBF 250, indice le plus large et le plus représentatif disponible sur le marché français des actions.

Cette forme de modèle de marché unifactoriel a été choisie, ici encore, dans un souci de comparabilité par rapport aux études antérieures. De ce fait, cette forme de modélisation a été préférée, notamment à des formes plus complexes telles que des modélisations plurifactorielles.

Les événements pour lesquels cette estimation était impossible ont été retirés, notamment et principalement du fait d'une non-cotation du titre sur une partie de la période d'estimation rendant celle-ci irréalisable dans des conditions identiques. De même, après chaque estimation du modèle, un test de Fisher et un test de Student bilatéral du coefficient β_i ont été conduits, afin de s'assurer de la validité générale du modèle et de la significativité de ce coefficient. Ont alors été retirés les événements ne satisfaisant pas à ces deux conditions de validité aux seuils statistiques habituels (1 %, 5 % et 10 %). En fin de compte, un

échantillon de 208 annonces de suppressions d'emplois a été constitué, comprenant tous les événements disponibles identifiés sur la période de l'étude et satisfaisant à ces trois conditions d'estimabilité et de validité du modèle.

2.3. *L'estimation et le test de significativité des réactions des cours à l'annonce de suppressions d'emplois*

La réaction des cours des actions est estimée par l'évaluation du taux de rentabilité anormal généré par l'annonce de suppressions d'emplois. Ce taux de rentabilité anormal est alors la différence entre le taux de rentabilité observé du titre sur une période et son taux de rentabilité normal, correspondant au taux de rentabilité qui aurait été celui de ce titre sur cette période si l'événement n'était pas survenu. Le taux de rentabilité normal est ici pour chaque titre et sur chaque période de la fenêtre de l'événement le taux de rentabilité du titre évalué à l'aide du modèle de marché précédemment estimé. On a ainsi pour chaque titre i et chaque période t de la fenêtre de l'événement :

$$RA_{it} = RO_{it} - RN_{it}$$

avec : $RN_{it} = R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$

Où RA_{it} , RN_{it} et RO_{it} sont respectivement le taux de rentabilité anormal, le taux de rentabilité normal et le taux de rentabilité observé du titre i sur la période t .

Des taux de rentabilité anormaux moyens (RAM_t) ont été ensuite calculés par la moyenne arithmétique des taux de rentabilité anormaux des N événements de l'échantillon à chaque période t de la fenêtre d'événement ($t = -10, \dots, +10$). Ces taux de rentabilité anormaux moyens mesurent alors l'impact moyen de l'annonce de la suppression d'emplois à une distance donnée t de la date de l'événement.

$$RAM_t = \frac{\sum_{i=1}^N RA_{it}}{N}$$

Ces taux de rentabilité anormaux moyens ont été ensuite cumulés sur la fenêtre de l'événement complète, puis sur différentes sous-périodes de celle-ci. Sur une période $[t_1 ; t_2]$ appartenant à la fenêtre de l'événement on évalue ainsi un taux de rentabilité anormal moyen

cumulé ($RAMC[t_1; t_2]$) destiné à estimer l'impact global de l'événement sur l'ensemble de la période $[t_1; t_2]$ considérée.

$$RAMC(t_1; t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RAM_t$$

La significativité statistique de ces taux de rentabilité anormaux moyens cumulés a ensuite été systématiquement testée. La méthodologie de test retenue était similaire à celle d'études antérieures (Hubler *et al.*, 2001). Dans un premier temps, les taux de rentabilité anormaux ont été standardisés individuellement par l'écart type de l'erreur aléatoire du modèle de marché estimée sur sa période d'estimation (s_i), permettant de calculer des taux de rentabilité anormaux standardisés pour chaque événement i et chaque période de la fenêtre de l'événement t (RAS_{it}) ($i = 1, \dots, N$; $t = -10, \dots, +10$).

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{s_i}$$

Ces taux de rentabilité anormaux standardisés ont été agrégés, puis cumulés, pour calculer des taux de rentabilité anormaux standardisés moyens ($RASM_t$), puis des taux de rentabilité anormaux standardisés moyens cumulés ($RASMC[t_1; t_2]$).

$$RASM_t = \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{it}}{N}$$

$$RASMC(t_1; t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RASM_t$$

Ces taux de rentabilité anormaux standardisés moyens cumulés ont ensuite permis la conduite d'un test des taux de rentabilité anormaux moyens cumulés par un test de Student bilatéral dont le critère (T) tient compte de la taille de l'échantillon considéré (N) et du nombre (n) de périodes de la période $[t_1; t_2]$ envisagée. Les seuils statistiques utilisés sont, comme précédemment, les seuils statistiques habituels (1 %, 5 % et 10 %).

$$T = RASMC(t_1; t_2) \cdot \frac{\sqrt{N}}{\sqrt{n}}$$

3. Résultats et interprétations

Les résultats obtenus seront présentés tout d'abord globalement sur l'ensemble de l'échantillon, puis par sous-échantillon en segmentant celui-ci selon les modalités prises de différentes variables, suivant les hypothèses de travail formulées plus haut. L'intention est alors d'analyser, en les détaillant, les résultats globaux, afin de mieux appréhender la diversité des situations et les influences discriminantes éventuelles de certaines caractéristiques spécifiques.

3.1. Résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon

Considérons tout d'abord l'échantillon complet des 208 suppressions d'emplois. Trois éléments distincts successifs en émergent.

En premier lieu, si l'on envisage dans sa totalité la fenêtre de l'événement utilisée, c'est-à-dire la période comprenant les dix jours précédant et suivant la date de l'annonce, on constate l'absence de résultat significatif. Cela pourrait, à ce stade et en première interprétation, signifier soit que l'événement étudié n'exerce aucune influence sur les cours, soit que son influence si elle existe n'est que momentanée et ponctuellement spécifique à une sous-période particulière, soit que ces influences – si elles existent – sont contradictoires selon les cas et se compensent mutuellement.

Par ailleurs, il n'y apparaît aucune influence significative des suppressions d'emplois autour de la date de leur annonce dans la presse. Ce premier élément laisse à penser que l'annonce « publique » de l'événement proprement dite, en elle-même, n'apporte pas d'information nouvelle ou significative aux intervenants sur le marché, ce qui ne signifie pas que les suppressions d'emplois étudiées n'exercent aucune influence sur le marché.

En revanche, il est mis en évidence, sur la période comprenant les cinq jours de bourse entourant la date de l'événement, une influence significative et négative des annonces de suppressions d'emplois. Le taux de rentabilité anormal cumulé sur cette période d'environ deux semaines est alors en moyenne de près de $-0,6\%$. Cette influence négative suivant l'annonce paraît plus précisément se situer complètement sur la période $[0 ; +5]$, c'est-à-dire durant la première semaine boursière postérieure à la date de l'événement.

Tableau 2 – *Influence des suppressions d'emplois sur l'ensemble de l'échantillon*

	N = 208	
	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	0,628	0,940
[0 ; +10]	0,288	0,737
[+2 ; +10]	0,439	1,165
[+3 ; +10]	0,257	0,807
[-5 ; +5]	-0,594	-1,757*
[0 ; +5]	-0,433	-1,770*
[-2 ; +2]	-0,015	-0,141
[-1 ; +1]	-0,160	-0,869
[-1 ; 0]	0,060	0,233
[0 ; +1]	-0,151	-0,744

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

Ces résultats globaux seront par la suite une grille de lecture dans la présentation des résultats obtenus en segmentant l'échantillon selon certaines caractéristiques des suppressions d'emplois étudiées. Dans tous les cas, aucune influence significative n'a été observée sur la totalité de la fenêtre de l'événement, si l'on prend en compte les quatre semaines entourant l'annonce des suppressions d'emplois (période [-10 ; +10]). En revanche, sur certaines sous-périodes, des résultats nettement différenciés apparaissent selon les modalités du caractère de segmentation de l'échantillon utilisé, mettant en évidence des réactions boursières contrastées, mais clairement positives ou négatives selon les cas. Les résultats obtenus ici sur l'ensemble de l'échantillon sont ainsi la résultante de la superposition de ces situations distinctes.

Après l'analyse des réactions boursières pour l'échantillon complet des 208 suppressions d'emplois, nous avons procédé à une analyse différenciée de ces réactions, permettant ainsi de discriminer les résultats obtenus précédemment, globalement et sur l'ensemble de l'échantillon, selon différentes variables explicatives tenant aux caractéristiques de l'annonce elle-même, des suppressions d'emplois annoncées ou de l'entreprise concernée.

Ce premier résultat global vient conforter et illustrer notre hypothèse centrale (H_0) selon laquelle l'annonce de suppressions d'emplois peut véhiculer à la fois des « bonnes » et des « mauvaises » nouvelles auprès des acteurs sur le marché boursier, conduisant alors à des effets

tantôt positifs, tantôt négatifs, qui peuvent se superposer, se compenser, etc. La différenciation entre « bonnes » et « mauvaises » nouvelles dépend d'une série de facteurs liés au contenu de l'information et à son contexte.

3.2. Résultats obtenus selon la source de l'information et la motivation exprimée

Dans une première différenciation, deux variables ont été alors retenues, participant à la fois du contexte et du contenu de l'annonce : la source de l'information telle qu'elle apparaît dans l'annonce, et la motivation de ces suppressions d'emplois telle qu'elle y est exprimée. Ces deux variables apparaissent étroitement liées comme en témoigne l'intérêt de leur rapprochement dans les commentaires des résultats obtenus lorsqu'elles sont envisagées simultanément. Elles seront prises en compte tout d'abord isolément, en différenciant les résultats obtenus successivement selon la source de l'information puis la motivation exprimée des suppressions d'emplois, puis simultanément en croisant ces deux variables et leurs modalités.

3.2.1. Résultats obtenus selon la source de l'information

En premier lieu, les annonces de suppressions d'emplois publiées ont ainsi été différenciées selon la source de l'information reprise dans la presse. Dans tous les cas, le texte publié citait et permettait de connaître cette source, avec une alternative unique : les annonces de source syndicale, généralement à la suite d'une réunion du comité d'entreprise, et celles issues d'informations provenant des dirigeants de l'entreprise, beaucoup plus nombreuses. Il est important de rappeler ici que c'est la première date d'annonce qui a été retenue pour l'analyse des taux de rentabilité anormaux. Il ressort ainsi que dans une majorité des annonces de l'échantillon, c'est la source « managériale » qui s'est manifestée la première dans le temps. Ces deux sources correspondent ainsi à deux modes de divulgation publique de l'information selon que les dirigeants informent préalablement ou pas les salariés ou leurs représentants d'un projet de plan social, avant toute annonce externe.

Dans les résultats obtenus dans ces deux situations (*cf.* tableau 3), on observe :

– l’absence de toute réaction des cours, sur quelque période que ce soit, lorsque l’annonce est de source syndicale ;

– le même profil de réactions que sur l’ensemble de l’échantillon, mais d’une ampleur systématiquement nettement plus élevée, lorsque l’annonce a une source d’information managériale. On constate de fait une influence négative de $-0,745\%$ sur la période $[-5 ; +5]$ se situant plus spécifiquement sur la semaine suivant l’événement ($-0,617\%$ sur la période $[0 ; +5]$). De même que sur l’échantillon complet, on n’observe aucune influence au moment même de l’annonce.

Pour les périodes d’impact significatif des annonces $[-5 ; +5]$ et $[0 ; +5]$, seules les suppressions d’emplois annoncées par les dirigeants provoquent des réactions boursières proches de celles observées pour l’ensemble de l’échantillon. Ces résultats nous incitent à penser que la nature – syndicale ou managériale – de la source d’information est une variable discriminante des réactions boursières. Il semblerait ainsi que, tant que les dirigeants n’ont pas annoncé ou confirmé des suppressions d’emplois, le marché boursier ne réagit pas au phénomène :

– soit que les annonces managériales sont antérieures aux informations ou aux réactions d’origine syndicale, ce qui expliquerait que le marché ayant déjà connaissance de l’information ne réagit plus aux publications de source syndicale ;

– soit, et plus probablement, que selon les sources les caractéristiques mêmes de la suppression d’emplois annoncée diffèrent. Dans cette dernière interprétation, ce ne serait alors plus la nature même de la source de l’information qui serait déterminante, mais la différence de contenu de l’information selon cette source, ce qui rend la source de l’information indissociablement liée aux caractéristiques de ces suppressions d’emplois et, notamment, à leurs motivations.

Ceci vient ainsi confirmer l’hypothèse H_2 selon laquelle « la source d’information (syndicale ou managériale) a une incidence sur la réaction des marchés boursiers à l’annonce, soit directement, soit indirectement par le biais du contenu même de l’information véhiculée ». Ce résultat indique par ailleurs que la source de l’information n’est ni nécessairement, ni simplement perçue comme un indicateur du degré d’implication des syndicats par les acteurs sur le marché boursier, comme le stipulent Clarenbach et *al.* (2001).

Tableau 3 – *Influence des suppressions d'emplois selon la source d'information de leur annonce*

	Source syndicale		Source managériale	
	N = 36		N = 152	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	0,609	0,147	0,706	0,822
[0 ; +10]	-0,364	-0,314	0,501	0,886
[+2 ; +10]	0,121	0,136	0,557	1,147
[+3 ; +10]	-0,089	0,008	0,350	0,826
[-5 ; +5]	-0,460	-1,359	-0,745	-1,715*
[0 ; +5]	-0,085	-1,105	-0,617	-1,849*
[-2 ; +2]	-0,111	-0,640	0,012	-0,005
[-1 ; +1]	-0,151	-0,732	-0,132	-0,606
[-1 ; 0]	0,190	0,002	0,047	0,192
[0 ; +1]	-0,485	-1,028	-0,055	-0,356

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

3.2.2. Résultats obtenus selon la motivation exprimée

On opère ici, dans la segmentation de l'échantillon une distinction, devenue classique, selon la motivation des suppressions d'emplois telle qu'elle est exprimée lors de l'annonce, en isolant les suppressions d'emplois à motivations réactives et offensives. On observe alors :

- l'absence totale de toute réaction des cours boursiers à l'annonce d'une suppression d'emplois présentée comme offensive, et ceci quelle que soit la période considérée ;

- le profil de réaction mis en évidence sur l'ensemble de l'échantillon avec un impact négatif et d'ampleur semblable sur la période [-5 ; +5], et plus précisément sur la période [0 ; +5], lorsque la motivation est réactive.

L'hypothèse H_1 « La réaction du marché à l'annonce de suppressions d'emplois est différenciée selon que cette décision s'inscrit dans une action de type réactif/défensif ou une action de type offensif/proactif : elle sera d'autant plus négative que le caractère défensif est prononcé » est nuancée. Le type de stratégie sous-jacente dans l'annonce apparaît bien comme une variable explicative des réactions sur le marché, mais seules les annonces de type réactif ont un effet significatif négatif.

Tableau 4 – *Influence des suppressions d'emplois selon leur motivation exprimée*

	Motivation réactive		Motivation offensive	
	N = 105		N = 89	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	1,246	1,540	-0,049	-0,380
[0 ; +10]	0,859	1,243	-0,164	-0,316
[+2 ; +10]	0,793	1,453	0,097	-0,041
[+3 ; +10]	0,448	0,931	-7,83 ^E -05	0,110
[-5 ; +5]	-0,539	-1,795*	-0,352	-0,542
[0 ; +5]	-0,314	-1,707*	-0,380	-0,687
[-2 ; +2]	0,294	0,435	-0,285	-0,658
[-1 ; +1]	0,100	-0,175	-0,423	-1,090
[-1 ; 0]	0,329	1,274	-0,220	-1,089
[0 ; +1]	0,066	-0,167	-0,262	-0,655

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

Ces résultats rappellent ceux obtenus précédemment selon la source de l'information. Chacune de ces deux variables, source de l'information et motivation exprimée, présente une alternative de deux modalités, permettant d'observer pour chacune de ces deux variables l'absence totale de réaction pour l'une de ses deux modalités (source syndicale ou motivation offensive) et un profil de réaction proche de celui mis en évidence sur l'ensemble de l'échantillon, bien que d'amplieurs sensiblement différents, pour son alternative (source managériale ou motivation réactive).

3.2.3. Résultats obtenus selon la source de l'information et la motivation exprimée

Ces similitudes de réactions observées, ainsi que le caractère indissociable de ces deux variables déjà envisagé précédemment, incitent à croiser ces deux variables dans l'analyse pour en éclairer et différencier davantage les résultats obtenus, pour autant que la taille de l'échantillon le permette. De fait, les résultats obtenus pour les annonces de source syndicale et de motivation offensive ne sont pas présentés du fait de l'insuffisance de l'échantillon (N = 14).

Tableau 5 – Influence des suppressions d'emplois selon la source de l'information et leur motivation exprimée

	Motivation réactive				Motivation offensive	
	Source Syndicale		Source managériale		Source managériale	
	N = 21		N = 73		N = 74	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	-0,215	0,189	1,654	1,462	-0,063	-0,138
[0 ; +10]	-1,216	-0,741	1,525	1,840*	-0,312	-0,352
[+2 ; +10]	-0,673	-0,307	1,302	1,919*	-0,009	-0,103
[+3 ; +10]	-0,113	0,209	0,613	0,883	0,039	0,217
[-5 ; +5]	-0,831	-1,803*	-0,694	-1,462	-0,567	-0,679
[0 ; +5]	-0,996	-2,257**	-0,328	-1,081	-0,750	-1,186
[-2 ; +2]	-0,088	-0,120	0,389	0,443	-0,236	-0,266
[-1 ; +1]	-0,447	-0,783	0,255	0,121	-0,524	-0,956
[-1 ; 0]	0,329	0,071	0,371	0,028	-0,219	-0,015
[0 ; +1]	-0,542	-1,085	0,223	0,244	-0,303	-0,608

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

La prise en compte simultanée de la source de l'information de l'annonce et de la motivation qui y est exprimée des suppressions d'emplois permet ainsi de confirmer certains des résultats précédents et d'en clarifier d'autres, faisant apparaître trois points essentiels.

Comme précédemment, on n'observe toujours aucun résultat significatif lorsque la motivation est offensive, même si la source d'information est managériale. Toutes les réactions boursières significatives apparaissent uniquement lorsque la motivation exprimée est réactive.

Lorsque la motivation des suppressions d'emplois est réactive, les résultats obtenus précédemment sont clarifiés en prenant en compte la source de l'information. Il apparaît ainsi uniquement, lorsque la motivation est réactive et la source d'information syndicale, une influence significativement négative des annonces de suppressions d'emplois sur les cours boursiers, sur la période [-5 ; +5], de -0,83 %, plus spécifiquement située sur la sous période [0 ; +5], proche alors de -1 %.

A contrario, on met en évidence, lorsque la motivation est réactive et la source d'information managériale, une réaction boursière significativement positive et importante des annonces de suppressions d'emplois. L'importance de cette réaction et la présence d'un impact significatif positif sur les périodes [+2 ; +10] et [0 ; +10] laissent alors à penser que cette influence positive concerne principalement les pre-

miers jours suivant la date de l'événement puisqu'aucun impact n'est observé sur la sous période [+3 ; +10].

On parvient ainsi à isoler trois cas distincts d'absence de réaction boursière et de réaction uniquement négative ou positive, selon la motivation exprimée et la source de l'information de l'annonce des suppressions d'emplois.

Ces résultats viennent corroborer notre hypothèse H_{2bis} qui stipule que « la réaction des marchés boursiers sera d'autant plus négative que l'annonce est de source syndicale ET exprime des motivations de stratégie réactive ». Il permettent même de dépasser cette hypothèse H_{2bis} , en affinant les résultats selon la nature de la source d'information.

3.3. Résultats obtenus selon les secteurs d'activité

Une segmentation de l'échantillon a ensuite été opérée selon les secteurs d'activité de la société faisant l'objet de l'annonce de suppressions d'emplois. Dans un premier temps ont été distingués les secteurs industriels et des services.

À l'issue de ce premier niveau de segmentation, entre secteurs industriels et des services, on observe (cf. tableau 6) :

- pour les secteurs industriels, aucun impact significatif et ce, quelle que soit la période envisagée ;
- pour les secteurs des services, le maintien de l'influence négative mise en évidence sur l'ensemble de l'échantillon, mais nettement plus fortement négative ici (-1.707 %) sur la période [-5 ; +5].

Tableau 6 – Influence des suppressions d'emplois selon les secteurs d'activité

	Secteurs industriels		Secteurs des services	
	N = 145		N = 63	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	0,813	0,668	0,202	0,694
[0 ; +10]	0,418	0,431	-0,009	0,684
[+2 ; +10]	0,357	0,497	0,628	1,363
[+3 ; +10]	0,232	0,520	0,313	0,678
[-5 ; +5]	-0,110	-0,766	-1,707	-2,029**
[0 ; +5]	-0,371	-1,508	-0,578	-0,934
[-2 ; +2]	0,358	0,655	-0,878	-1,252
[-1 ; +1]	0,038	-0,240	-0,619	-1,214
[-1 ; 0]	0,182	0,429	-0,221	-0,226
[0 ; +1]	0,060	-0,042	-0,637	-1,287

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

Compte tenu de la taille suffisante de l'échantillon, un second niveau de différenciation sectorielle au sein des secteurs des services a été opéré. Seul le sous-secteur des technologies de l'information était appréhendable à ce niveau et a été distingué des autres secteurs des services. On observe alors en effet deux situations distinctes (*cf.* tableau 7) :

- l'absence de réaction boursière significative à l'annonce de suppressions d'emplois, pour les secteurs des technologies de l'information ;
- une réaction boursière significative négative à ces annonces, de -1,49 %, sur la période [-5 ; +5], pour les autres secteurs des services.

Tableau 7 – Influence des suppressions d'emplois dans les secteurs des services selon les sous-secteurs d'activité

	Secteurs des technologies de l'information		Autres secteurs des services	
	N = 32		N = 31	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	1,770	1,332	-1,415	-0,364
[0 ; +10]	0,668	1,326	-0,709	-0,371
[+2 ; +10]	1,309	1,590	-0,074	0,328
[+3 ; +10]	0,505	0,585	0,115	0,372
[-5 ; +5]	-1,912	-1,114	-1,495	-1,761*
[0 ; +5]	-0,287	-0,273	-0,878	-1,608
[-2 ; +2]	-1,056	-0,760	-0,693	-1,012
[-1 ; +1]	-0,756	-0,697	-0,477	-1,022
[-1 ; 0]	-0,529	-0,747	0,095	0,436
[0 ; +1]	-0,640	-0,263	-0,631	-1,567

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur Taux de rentabilité Anormaux (Standardisés) Moyens Cumulés RAM (S)C

Plus généralement, ces différenciations sectorielles successives permettent de souligner des situations nettement contrastées par rapport au profil général de réactions boursières observé sur l'échantillon complet. Elles mettent à jour, selon le secteur de l'entreprise annonçant des suppressions d'emplois, d'une part, une absence totale de réaction boursière sur certains secteurs d'activité, d'autre part, des réactions boursières significatives négatives sur d'autres secteurs sur la période [-5 ; +5]. Les résultats obtenus globalement sur l'ensemble de l'échantillon apparaissent alors comme la résultante de la superposition de ces deux situations distinctes – absence de toute réaction dans la

plupart des cas et réaction significative négative sur la période [-5 ; +5] pour certaines modalités particulières, en fonction cette fois d'une différenciation sectorielle. Il faut noter également l'absence de toute réaction des cours au moment de l'annonce, quel que soit le secteur ou sous-secteur considéré.

Au total, ces résultats illustrent le poids explicatif de la variable sectorielle dans le sens et l'intensité de l'effet boursier de l'annonce de suppressions d'emplois. En revanche, en l'absence de données plus fines sur le degré d'attractivité perçue des secteurs, ils ne permettent pas de confirmer l'hypothèse H_4 selon laquelle « la réaction des marchés sera d'autant plus négative que les annonces de suppressions d'emplois concernent des secteurs perçus comme attractifs ». Une analyse plus approfondie serait nécessaire sur cette variable sectorielle pour comprendre et expliquer les mécanismes en jeu et confirmer ou infirmer l'hypothèse d'« effet de surprise » qui conduirait à des comportements de sous-réaction ou de sur-réaction du marché boursier, selon l'information dont disposent les acteurs au moment de l'annonce et l'image perçue des secteurs concernés.

3.4. Résultats obtenus selon la localisation des suppressions d'emplois dans l'entreprise et la proportion d'emplois supprimés

Cette double segmentation a permis, dans un premier temps, d'isoler le cas particulier où la suppression d'emplois concerne un site particulier des suppressions d'emplois plus générales, concernant l'entreprise dans son ensemble. Dans un second temps, à l'issue de la segmentation précédente, un niveau supplémentaire de différenciation a été recherché, parmi les suppressions d'emplois touchant l'entreprise dans son ensemble, selon leur importance relative dans la société. La variable de segmentation utilisée est ici la proportion d'emplois supprimés par rapport au nombre d'emplois totaux de l'entreprise, en distinguant les « faibles » suppressions d'emplois en proportion, de moins de 10 % de l'effectif total, des suppressions d'emplois plus massives, concernant plus de 10 % des emplois.

En premier lieu (*cf.* tableau 8), selon que les suppressions d'emplois annoncées concernent l'entreprise dans son ensemble ou l'un de ses sites spécifiques, on constate :

– l'absence de toute réaction boursière lorsqu'un site spécifique est concerné par les suppressions d'emplois, quelle que soit la période envisagée ;

– un impact boursier significatif négatif de l'annonce lorsque ces suppressions d'emplois touchent l'entreprise dans son ensemble sur la période [-5 ; +5].

Tableau 8 – Influence des suppressions d'emplois selon leur localisation dans l'entreprise

	Suppressions d'emplois concernant l'entreprise dans son ensemble		Suppressions d'emplois concernant un site en particulier	
	N = 118		N = 37	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	0,982	1,232	0,154	-0,627
[0 ; +10]	0,270	0,439	0,077	-0,144
[+2 ; +10]	0,376	0,814	0,455	0,083
[+3 ; +10]	0,161	0,408	0,324	0,401
[-5 ; +5]	-0,696	-2,018**	-0,202	-0,305
[0 ; +5]	-0,314	-1,478	-0,887	-1,293
[-2 ; +2]	-0,319	-0,860	0,442	0,499
[-1 ; +1]	-0,205	-1,062	-0,160	-0,162
[-1 ; 0]	0,047	-0,078	0,217	0,468
[0 ; +1]	-0,106	-0,696	-0,377	-0,515

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

À ce stade également, et comme dans les différenciations antérieures, les résultats obtenus globalement sur l'ensemble de l'échantillon apparaissent une fois encore comme la superposition distincte d'une absence totale d'impact dans certaines situations et d'une influence significative négative durant les semaines précédant et suivant la date de l'annonce dans d'autres cas, selon le contenu de l'annonce et les caractéristiques des suppressions d'emplois annoncées.

En second lieu, si l'on prend en compte l'importance relative des suppressions d'emplois lorsque l'entreprise est concernée dans son ensemble, on observe des profils de réactions boursières nettement différenciés (cf. tableau 9) :

– Lorsque la proportion d'emplois supprimés est de plus forte ampleur, supérieure à 10 % des emplois, on observe une réaction significative et négative des cours sur la période [-5 ; +5], d'environ -0,4 %,

et aucune réaction sur d'autres périodes, notamment au moment de l'annonce. Ce profil de réaction est alors similaire à celui enregistré au niveau de différenciation supérieur pour l'ensemble des suppressions d'emplois concernant globalement l'entreprise et non un site spécifique, et similaire aux résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon, mais de moindre ampleur.

Tableau 9 – Influence des suppressions d'emplois concernant l'entreprise dans son ensemble selon la proportion d'emplois supprimés

	Inférieure à 10 %		Supérieure à 10 %	
	N = 38		N = 57	
	RAMC (%)	T(RASMC)	RAMC (%)	T(RASMC)
[-10 ; +10]	1,355	1,585	-0,412	-0,484
[0 ; +10]	0,250	1,003	-0,230	-0,641
[+2 ; +10]	1,192	1,938*	-0,501	-0,841
[+3 ; +10]	0,155	0,447	-0,162	0,097
[-5 ; +5]	-1,240	-0,856	-0,395	-1,774*
[0 ; +5]	-0,560	-0,623	0,033	-1,322
[-2 ; +2]	-1,120	-1,088	0,108	0,022
[-1 ; +1]	-1,041	-1,776*	0,049	-0,076
[-1 ; 0]	-0,463	-0,740	0,178	0,595
[0 ; +1]	-0,941	-1,760*	0,270	0,283

*** significatif à 1 % ; ** significatif à 5 % ; * significatif à 10 %

T de Student sur taux de rentabilité anormaux (standardisés) moyens cumulés RAM (S)C

– En revanche, lorsque la proportion d'emplois supprimés est de faible ampleur, inférieure à 10 %, la réaction boursière observée est très différente. On constate, d'une part, un impact positif important de +1,2 % sur la période [+2 ; +10] et, d'autre part, une réaction négative d'environ -1 % au moment de l'annonce, sur les périodes [-1 ; +1] et [0 ; +1]. Aucune réaction n'est mise en évidence sur la période [-5 ; +5] dans ce cas. La relative faible taille du sous-échantillon à ce second stade de différenciation pourrait permettre d'expliquer que ce profil spécifique de réactions observé ne transparaisse pas dans les résultats plus globaux obtenus précédemment, les annonces présentant ces caractéristiques ne concernant que 38 événements sur 208.

En conséquence, l'hypothèse H₃ selon laquelle « la réaction des marchés sera d'autant plus forte que les suppressions d'emplois annoncées concernent l'entreprise dans sa globalité, et non pas un site localisé » est précisée, puisque seules les annonces concernant une entreprise

dans sa globalité ont un effet significatif. Par ailleurs, ces résultats offrent une illustration de l'hypothèse H_{3bis} selon laquelle « la réaction des marchés à l'annonce de suppressions d'emplois sera d'autant plus forte que l'ampleur des suppressions d'emplois annoncées est grande (en proportion de l'effectif total) », en l'occurrence si elle représente plus de 10 % de l'effectif total.

3.5. Synthèse des principaux résultats

En premier lieu, il n'est pas inutile de rappeler qu'aucun résultat significatif ne ressort de l'étude pour la période [-10 ; +10]. En d'autres termes, si des effets significatifs (positifs ou négatifs) peuvent être relevés sur certaines périodes, ils sont suffisamment momentanés et d'intensité trop faible pour ne pas se répercuter sur l'effet global de l'ensemble de la période. Ainsi, il pourrait sembler à première vue que l'annonce de suppressions d'emplois n'affecte pas durablement l'évolution des cours boursiers des entreprises concernées. En second lieu, des réactions boursières significatives à l'annonce de suppressions d'emplois sont clairement mises en évidence, d'une part, sur certaines sous-périodes, d'autre part, selon les caractéristiques spécifiques des suppressions d'emplois annoncées.

C'est donc une réponse plurielle, différenciée et contingente, qui doit être apportée à la question de l'existence, de l'importance et du sens de la réaction des marchés boursiers à l'annonce de suppressions d'emplois. Selon les caractéristiques de l'annonce et de son contenu, des suppressions d'emplois elles-mêmes ou de celles de la société concernée, un effet boursier significatif apparaît ou non. S'il existe, il diffère selon les cas, non seulement dans son signe, mais aussi dans son ampleur et dans son positionnement par rapport à la date de l'annonce, ce qui expliquerait d'ailleurs les conclusions contradictoires de la littérature sur le sujet présentées en introduction. Une tentative récente de procédure méta-analytique appliquée à un échantillon d'études d'événement portant sur des annonces de suppressions d'emplois souligne d'ailleurs ce même constat : l'effet global des suppressions d'emplois sur les cours boursiers s'avère non significatif, mais certaines variables de contexte et de contenu de l'information ont un poids explicatif significatif (Allouche et *al.*, 2003).

Ainsi, globalement, sur l'ensemble de l'échantillon, semble apparaître une influence significative sur la période [-5 ; +5] (de -0,59 %),

mais, au-delà, des analyses plus précises ressortent deux conclusions empiriques principales, et deux autres plus marginales :

1) Aucun impact significatif n'est mis en évidence, quelle que soit la période étudiée, dans trois cas :

– si la motivation exprimée des suppressions d'emplois est offensive ;

– si la société annonçant les suppressions d'emplois appartient à un secteur industriel ou au sous-secteur des services des technologies de l'information ;

– si les suppressions d'emplois ne concernent qu'un site particulier et non pas l'entreprise dans son ensemble.

2) Un impact significatif négatif durant la période comprenant les semaines précédant et suivant l'événement, principalement sur la période [-5 ; +5] globalement, apparaît dans trois cas :

– si la source de l'information de l'annonce des suppressions d'emplois est syndicale et que la motivation qui y est exprimée est réactive (de -0,83 %) ;

– si la société concernée appartient à un secteur des services autre que celui des technologies de l'information (de -1,49 %) ;

– si les suppressions d'emplois, concernant l'entreprise dans son ensemble, sont plus importantes par leur ampleur relative (supérieures à 10 % de l'effectif total) (de -0,39 %).

Et, plus marginalement :

3) Un impact significatif positif sur la période comprenant les deux semaines suivant la date de l'annonce, principalement sur la période [+2 ; +10], apparaît dans deux cas :

– si la source d'information de l'annonce de suppressions d'emplois est managériale et que la motivation exprimée est réactive (+1,3 %),

– si les suppressions d'emplois, concernant l'entreprise dans son ensemble, sont de faible importance relative (inférieures à 10 % de l'effectif total) (de +1,19 %).

4) Au moment même de l'annonce, sur la période [-1 ; +1], la seule situation où apparaît un impact, par ailleurs négatif, est celle où les suppressions d'emplois concernent l'entreprise dans son ensemble et que la proportion d'emplois supprimés est relativement faible (inférieure à 10 %) (-1 %).

Conclusion

Ainsi, l'effet de l'annonce de suppressions d'emplois sur les cours boursiers s'avère plus complexe qu'il n'y paraît ou que les médias ne l'expliquent. L'intensité et le sens des effets dépendent d'une combinaison de facteurs, plus ou moins discriminants, souvent corrélés entre eux, et dont les influences se croisent, se superposent ou se compensent. Ces effets combinés expliquent l'absence de réaction significative mesurée globalement sur l'échantillon. Sur un plan méthodologique, la mise en évidence de ces diversités exige des choix pertinents et rigoureux en termes de période d'étude et de variables explicatives testées. La littérature existante semble parfois négliger ces deux éléments, et il n'est pas rare de trouver des conclusions définitives de recherches qui ne portent que sur une seule variable explicative (Kalra et *al.*, 1994 ; Iqbal et Shetty, 1995 ; Palmon et *al.*, 1997 ; etc.). On pourrait alors penser, face à ce type de problème méthodologique, à mettre en oeuvre une régression multivariée, comme certains auteurs le préconisent. De fait, cette démarche a été envisagée dans cette étude. Elle s'est cependant révélée impossible à employer concrètement en y intégrant les variables explicatives choisies ou tout au moins la plupart d'entre-elles. Ces facteurs explicatifs étant souvent très fortement corrélés entre eux, cette voie méthodologique s'est avérée très rapidement délicate à réaliser dans des conditions statistiques acceptables. Dans cette étude, comme dans les études antérieures comparables, le choix d'une démarche méthodologique de ce type aurait alors conduit à un appauvrissement drastique du nombre de variables prises en compte, aboutissant à l'exclusion de l'analyse, du fait de ces colinéarités, un trop grand nombre de variables pour que la démarche et ses conclusions conservent leur intérêt. Les auteurs ayant eu recours à cette méthodologie n'ont d'ailleurs retenu, probablement pour cette raison, qu'un petit nombre de variables, ce qui les renvoie au problème de la pertinence et de la complétude du choix des variables explicatives.

Par ailleurs, d'autres études intègrent des variables qu'il pourrait être pertinent de tester dans le cadre des entreprises cotées en France, comme la performance relative de l'entreprise avant et au moment de la suppression d'emplois (Spivey et *al.*, 1994 ; Elayan et *al.*, 1998) ou encore, vaste sujet d'actualité, le mode de gouvernance de l'entreprise, évalué à travers la structure de son conseil d'administration et de son actionnariat (Pouder et *al.*, 1999). De la même manière, la variable sec-

torielle mériterait que l'on s'y attarde, en différenciant plus finement les secteurs, en disposant de données sur leur attractivité, réelle et/ou perçue (Clarenbach et al., 2001) ou encore en testant la pertinence d'hypothèses de contagion ou de concurrence intra-sectorielle (Madura et al., 1995), voire de mimétisme (hypothèse d'isomorphisme mimétique ou institutionnel testée par Lee en 1997).

Au plan théorique, les perspectives ouvertes par le vaste champ de la finance comportementale paraissent particulièrement prometteuses pour aider à décrypter les comportements souvent complexes, non linéaires, individuels et collectifs, qui prévalent sur le marché boursier. Ces perspectives, dont fait état Fama lui-même dans un article récent (1997), rompent avec les soubassements de l'efficacité des marchés (rationalité absolue des acteurs, maximisation de l'utilité espérée, disponibilité de toute l'information utile, etc.). Le champ de la finance comportementale est vaste² : il consiste à intégrer, dans l'analyse et la compréhension du fonctionnement des marchés financiers, des facteurs psycho-sociologiques liés au comportement des acteurs, individuels et/ou collectifs. La liste des facteurs est longue, et les modèles théoriques associés sont nombreux. Il s'agit de reconnaître l'existence de ces facteurs et la pertinence de ces théories pour expliquer et interpréter, au moins en partie, le comportement des marchés financiers suite à l'annonce d'événements du type suppressions d'emplois. C'est sur une notion « d'efficacité limitée » (ou partielle) que pourrait ainsi s'appuyer une telle recherche.

Au-delà de ces aspects méthodologiques et théoriques, l'actualité économique et sociale plaide indéniablement en faveur d'une analyse approfondie du lien entre l'annonce de suppressions d'emplois et la valeur boursière des entreprises, encore trop souvent réduite à des effets médiatisés et isolés.

Bibliographie

Abowd J.M., Milkovich G.T. et Hannon J.M. (1990), « The effects of Human Resource Management Decisions on Shareholder Value », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 43, n° 3, p. 203-236.

² Pour une revue du domaine, voir par exemple l'article de Shiller (1998) ou, en France, les travaux de Rainelli (2003).

- Abraham S.E. et Kim D.O. (1999), « Layoff and Employment Guarantee Announcements : How Do Shareholders Respond ? » *Working Paper*, Suny-Oswego Economics Department.
- Allouche J., Laroche P. et Noël F. (2003), « Suppression d'emplois et performances des entreprises : une méta-analyse », Journée d'Études GREGOR/IAE de Paris, 27 février 2003.
- Caves R.E. et Krepps M.B. (1993), « Fat : The Displacement of Non-production Workers from US Manufacturing Industries », *Brookings Papers Microeconomics*, vol. 2.
- Chalos P. et Chen Ch. (2002), « Employee Downsizing Strategies : Market Reaction and Post Announcement Financial Performance », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n° 5 et 6, June-July.
- Chan-Lau J. (2001), « Corporate Restructuring in Japan : An Event-Study Analysis », *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, December.
- Chen P., Mehrotra V., Sivakumar R. et Yu W.W. (2001), « Layoffs, shareholders' Wealth, and Corporate Performance », *Journal of Empirical Finance*, vol. 8.
- Clarenbach L. et Davies W. (2001), « Market Perceptions of Layoffs : Investor Re-evaluation », *Working Paper*, HEC Lausanne.
- d'Arcimoles C.-H. (1995), *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Économica.
- Davidson W.N., Worrell D.L. et Fox J.B. (1996), « Early Retirement Programs and Firm Performance », *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 4.
- Elayan F.A., Swales G.S., Maris B.A. et Scott J.R. (1998), « Market Reactions, Characteristics and the Effectiveness of Corporate Layoffs », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, n° 3 et 4, p. 329-351.
- Fabre, C. (1997), *L'implication des salariés restants après un plan social*, thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, IAE de Montpellier.
- Fama E.F. (1991), « Efficient Capital Markets : II », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 5.
- Fama E.F. (1997), « Market efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, p. 283-306.

- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. et Roll R. (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21.
- Farber H.S. et Hallock K.F. (1999), « Have Employment Reductions Become Good News for Shareholders ? The Effect of Job Loss Announcements on Stock Prices 1970-1997 », *Working Paper # 417*, Princeton University, May.
- Filbeck G. et Webb S.E. (2001), « Information Asymmetries, Managerial Ownership, and the Impact of Layoff Announcements on Shareholder Wealth », *Quarterly Journal of Business Economics*, vol. 40, n° 2.
- Franz D.R., Crawford D. et Dwer D.J. (1998), « Downsizing, Corporate Performance, and Shareholder Wealth », *Mid-American Journal of Business*, vol. 13, n° 1.
- Gombola M.J. et Tsetsekos G.P. (1991), « Plant Closings for Financially Weak and Financially Strong Firms », *Financial Management*.
- Gombola M.J. et Tsetsekos G.P. (1992), « The Information Content of Plant Closing Announcements : Evidence from Financial Profiles and the Stock Price Reaction », *Financial Management*, vol. 21, n° 2, p. 31-40.
- Gunderson M., Verma A. et Verma S. (1997), « Impact of Layoff Announcements on the Market Value of the Firm », *Industrial Relations*, vol. 52, n° 2, p. 364-381.
- Hallock K.F. (1998), « Layoffs, Top Executive Pay and Firm Performance », *The American Economic Review*, vol. 88, n° 4, p. 711-723.
- Hubler J., Meschi P.X. et Schmidt G. (2001), « Annonces de suppressions d'emplois et valorisation boursière des entreprises », in G. Schmidt (dir.), *La gestion des sureffectifs : enjeux et pratiques*, Économica.
- Hubler J. et Schmidt G. (1999), « Les actionnaires, la valeur, le travail : une comparaison France-États-Unis », *Revue Française de Gestion*, numéro spécial « Le retour du travail », n° 126, novembre-décembre, p. 153-166.
- Iqbal Z. et Shetty S. (1995), « Layoffs, Stock Price and Financial Condition of the Firm », *Journal of Applied Business Research*, Spring.
- Kalra R., Henderson G.V. et Walker M.C. (1994), « Share Price Reaction to Plant-Closing Announcements », *Journal of Economics and Business*, vol. 46, p. 381-395.

- Lee P.M. (1997), « A Comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the US and Japan », *Strategic Management Journal*, vol. 18.
- Madura J., Akhigbe A. et al. (1995), « Intra-industry Effects of Bank Layoff Announcements », *Review of Financial Economics*, Spring.
- McKnight P.J., Lowrie A. et Coles C. (2002), « Investor Reactions, Social Implications and Layoff Announcements in the UK : A Comparison between Periods », *Journal of Management and Governance*, n° 6.
- Meschi P.X. (1997), « Réussir la transformation de l'entreprise par la downsizing : le facteur humain est décisif », *Gestion 2000*, n° 3, p. 45-60.
- Nemec R.C. (1997), *Firm Layoffs : An Analysis of Shareholder Value of the Firm Performance Stock Prices*, Ph. D., University of Kentucky.
- Palmon O., Sun H.-L. et Tang A.P. (1997), « Layoff Announcements : Stock Market Impact and Financial Performance », *Financial Management*, vol. 26, n° 3, p. 54-68.
- Poon P. S., Newbould G.D. et Durtschi C. (2001), « Market Reactions to Corporate Restructurings », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 16.
- Pouder R., Cantrell R.S. et Kulkarni S.P. (1999), « The Influence of Corporate Governance on Investor Reactions to Layoff Announcements », *Journal of Managerial Issues*, vol. 11, n° 4, p. 475-492.
- Rainelli H. (2003), *Nature et fonctions de la théorie financière*, PUF.
- Shiller R.J. (1999), « Human Behavior and the Efficiency of the Financial System », in J.B. Taylor et M. Woodford, *Handbook of Macroeconomics*.
- Spivey M.F., Blackwell D.W. et Wayne Marr M. (1994), « Advance Notice of Plant Closing and Firm Value », *Journal of Business Research*, vol. 31, p. 49-53.
- Sun H.L. et Tang A.P. (1998), « The Intra-Industry Information Effect of Downsizing Announcements », *American Business Review*, June, p. 68-76.
- Ursel N. et Armstrong-Stassen M. (1995), « The Impact of Layoff Announcements on Shareholders », *Industrial Relations*, vol. 50, n° 3, p. 636-645.
- Worrell D.L., Davidson W.N. et Sharma V.M. (1991), « Layoff Announcements and Stockholder Wealth », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 3, p. 662-678.