

RÉDUCTIONS D'EFFECTIFS ET VALEUR DE MARCHÉ DE L'ENTREPRISE : LE RÉLE DE LA GESTION SOCIALEMENT RESPONSABLE DES OPERATIONS

Najiba RAMDANI
Laboratoire RIME
Université de Lille
(France)

Éric SÉVERIN
Laboratoire RIME
Université de Lille
(France)

RÉSUMÉ

L'objectif de notre article est d'étudier si, et dans quelles conditions, les actionnaires intègrent la dimension sociale de ces opérations. Plus précisément, en nous appuyant sur les travaux en ressources humaines nous étudions différentes variables (*à savoir : le contexte financier : entreprise en difficulté ou non (1), l'anticipation de l'annonce : annonce anticipée ou non (2), et la forme de l'opération adoptée : licenciement sec ou alternative aux licenciements secs (3)*) qui reflètent du caractère socialement responsable de ces opérations (Van Buren 2000). Pour tester nos hypothèses, nous avons constitué un échantillon de 152 entreprises cotées sur le marché français qui ont annoncé des réductions d'effectifs entre 2009 et 2016. Les résultats de notre étude montrent que les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de réductions d'effectifs qui se produisent dans les entreprises en bonne santé, qui ne sont pas anticipées et que cette réaction devient négative lorsque ces opérations se font par le biais de licenciements secs. D'après Aouadi (2016), l'annonce d'un événement socialement irresponsable attire plus facilement l'attention des investisseurs sur le comportement socialement responsable globale de l'entreprise (Price et Sun 2016). En nous appuyant sur ces résultats, nous avançons que les réductions d'effectifs qui ont lieu par licenciements secs ont le rôle «d'eye-catching event» qui attirent l'attention des investisseurs sur le caractère socialement irresponsables des réductions d'effectifs qui se produisent dans les entreprises qui ne rencontrent pas de difficultés et non anticipées (Aouadi et al. 2016). Ces résultats laissent penser que les investisseurs s'intéressent au caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs uniquement lorsque ces opérations sont visibles. Forts de ce constat, nous essayons d'explorer les canaux à travers lesquels la gestion socialement irresponsable est susceptible d'impacter la valeur de marché de l'entreprise. Une analyse plus fine indique que la dimension sociale de ces opérations n'a d'impact sur la valeur marché que pour les entreprises les plus visibles : les entreprises de grandes tailles et les entreprises appartenant à un secteur sensible. Ces variables sont des proxies communément utilisés pour mesurer la visibilité des entreprises (Hackston et Milne 1996; Patten 1992). Les résultats de ces tests complémentaires montrent que dans les entreprises de grandes tailles, les investisseurs réagissent encore plus négativement lorsque l'entreprise a recourt à des réductions d'effectifs dans les entreprises en bonne

santé et qui se font par licenciements secs ou lors d'opérations à la fois non anticipées qui se font par le biais de licenciements secs. Alors que dans les entreprises de petites tailles, les résultats ne sont plus significatifs. Ces résultats sont accord avec les travaux récents qui montrent que les investisseurs réagissent au comportement socialement irresponsable des entreprises uniquement lorsque celui-ci est visible aux yeux du public et des investisseurs (Aouadi et al. 2017 ; Madsen et Rodgers 2015; Servaes et Tomayo 2013). A notre connaissance, notre article est le premier à étudier les déterminants sociaux (et non économiques) de la performance financière à l'annonce de réductions d'effectifs. D'un point de vue managérial, nos résultats montrent l'impact négatif des opérations qui sont gérées de manière irresponsable sur le cours de bourse et encouragent la gestion socialement responsable de telles opérations.

Mots clés: Réductions d'effectifs, valeur de marché, visibilité, responsabilité sociale.

ARTICLE 1 : le rôle de la gestion socialement responsable des opérations.

INTRODUCTION

Pour Allouche (2008), la décision de réduire les effectifs est la décision la plus difficile que puisse prendre un dirigeant au cours de la vie d'une entreprise. D'un côté les réductions d'effectifs sont adoptées dans l'objectif d'améliorer la performance de l'entreprise. De l'autre, ces opérations se traduisent par des ruptures à plusieurs niveau (humain, organisationnel, travail etc ...). L'idée que ces opérations seraient un moyen d'augmenter la richesse actionnariale au dépens des salariés est largement répandue dans les médias et cristallise de nombreux débats complexes sur « l'horreur économique », et la « déconnexion de la sphère financière avec le monde réel. Le cas Michelin constitue un cas d'école dans ce domaine. Le 8 septembre 1999, Edouard Michelin annonce, en même temps : une augmentation de 20 % du bénéfice semestriel et la suppression sur 3 ans de 7 500 postes. En fin de journée, l'action vaut 42,4 euros. Le lendemain, la séance s'ouvre à 46,9 euros soit un rendement positif anormal de 1 1,22 %. L'entreprise s'attire l'opprobre des médias qui dénoncent la myopie des marchés financiers qui réagissent positivement à de telles annonces.

La recherche académique s'est emparée de ce sujet mais présente des résultats plus nuancés. A l'exception d'Abowd et al. (1990), les études révèlent une réaction négative des marchés à l'annonce d'une réduction d'effectifs (Abraham 2004 ; Hubler et al. 2004 ; Nixon et al. 2004 ; Hillier et al. 2007 ; Allouche et al. 2008 ; Farber et Hallock 2009). Dans l'ensemble, ces résultats révèlent que l'annonce de réduction d'effectifs constitue davantage une mauvaise nouvelle plutôt qu'une bonne nouvelle pour les actionnaires. Une analyse plus fine de ces résultats permet de souligner que lorsque l'opération est réalisée en réponse à un déclin des performances opérations réactives, les actionnaires perçoivent l'opération comme un signal sur les difficultés réelles subies par les entreprises, ce qui les amènerait à réagir négativement à l'annonce (Worrell et al. 1991 ; Gunderson et al. 1997 ; Lee 1997 ; Elayan et al. 1998 ; McKnight et al. 2002 ; Abraham 2004 ; Hahn et Reyes 2004 ; Hubler et al. 2004 ; Hillier et al. 2007). Au contraire, lorsque

L'objectif de l'opération est de renforcer les performances de l'entreprise déjà en croissance (opérations proactives), la réaction du marché soit légèrement négative (Worrell et al. 1991 ; Lee 1997 ; Chen et al. 2001 ; Hubler et al. 2004 ; Hillier et al. 2007) soit positive (Gunderson et al. 1997 ; Elayan et al. 1998 ; McKnight et al. 2002 ; Abraham 2004 ; Hahn et Reyes 2004 ; Capelle-Blancard et Tatu 2012). Ces études laissent penser que les opérations les plus bénéfiques sur le plan économique et financier sont les mieux accueillies par les investisseurs peu importe leur conséquence sociale sur les salariés. Pour confirmer ces résultats, d'autres facteurs qui transmettent des informations sur l'état de santé des entreprises ont été étudiés. (McKnight 2002 ; Worrel et al. 1991 ; Lee 1997 ; Allouche 2008 ; Cappelle-Blancard et Tatu 2012). Les études se sont intéressées au recours successif aux opérations de réductions d'effectifs ou à l'ampleur des réductions d'effectifs mais ces études présentent des résultats mitigés. D'après, Allouche (2008), une explication à ces résultats peut provenir du fait que les investisseurs utilisent une information qui ne transparait pas dans l'information comptable et financière traditionnelle lors de l'annonce de réductions d'effectifs. L'objectif de cet article est de le démontrer.

Les opérations de réductions d'effectifs sont au centre des problématiques d'entreprises liées à la RSE (responsabilité sociale de l'entreprise) (Kim 2019). De nombreux études et travaux¹ encouragent une gestion socialement responsable des réductions d'effectifs. L'idée derrière ces études est qu'il existe différentes manières de réduire les effectifs et que l'adoption de réductions d'effectifs qui équilibrent l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes sont possibles et souhaitables (Noël 2006, ILO 2000). Ces travaux en ressources humaines aboutissent à des recommandations comme l'anticipation des opérations, l'accompagnement des salariés par un effort de reclassement qui permettent de limiter les effets néfastes des réductions d'effectifs sur les salariés (Beaujollin-Bellet et Schmidt 2012 ; Garaudel et al. 2007 ; Brockner et al. 2004 ; Fabre 1997 ; Cameron 1994). Malgré l'intérêt croissant que les professionnels et les chercheurs ont donné à la gestion socialement responsable des réductions d'effectifs, très peu de recherches se sont intéressées à l'effet de ces décisions managériales notamment à l'impact sur la réaction des actionnaires à l'annonce de ces opérations.

En partant de ce constat, l'objectif de cet article est d'étudier si et dans quelles conditions les investisseurs intègrent la dimension sociale de ces opérations. Plus précisément, en nous appuyant sur les travaux en ressources humaines nous étudions des variables (à savoir : le contexte financier, l'anticipation de l'annonce, et la forme de l'opération adoptée) qui reflètent du caractère socialement responsable des opérations. Nous supposons que si les actionnaires intègrent le caractère socialement responsable des réductions d'effectifs ils réagiront moins bien lorsque ces opérations ne pas sont gérées de manière socialement responsable. Pour démontrer notre hypothèse, nous avons constitué un échantillon de 152 entreprises cotées sur le marché français qui ont annoncé des réductions d'effectifs entre 2009 et 2016. A l'instar d'études précédentes, nous avons recours à la méthodologie de l'étude d'évènements pour tester l'impact de l'annonce de

¹ A titre d'exemple on trouve la création en 2003 d'un observatoire européen du changement, le rapport UET (2002) pour la "Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail" et le rapport Alpha consulting (2002) pour la commission européenne qui s'intéressent aux questions relatives à l'anticipation et la gestion sociale des restructurations.

réductions d'effectifs sur la performance des entreprises. Les résultats montrent que les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de réductions d'effectifs proactives et que cette réaction devient négative à l'annonce de réductions d'effectifs proactives qui se font par le biais de licenciements secs. D'après Aouadi (2017), l'annonce d'un événement socialement irresponsable attire plus facilement l'attention des investisseurs sur le comportement socialement responsable globale de l'entreprise (Price et Sun 2017). En nous appuyant sur ces résultats, nous avançons que les réductions d'effectifs qui ont lieu par licenciements secs ont le rôle « d'eye-catching event » qui attirent l'attention des investisseurs sur le caractère socialement irresponsables des réductions d'effectifs proactives (Aouadi et al. 2017). Ces résultats laissent penser que les investisseurs s'intéressent au caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs uniquement lorsque les entreprises sont sous l'attention des investisseurs. Pour confirmer cette hypothèse, nous distinguons les entreprises de grandes tailles puis les entreprises appartenant à un secteur sensible. Ces variables sont des proxies communément utilisés pour mesurer la visibilité des entreprises (Hackston et Milne 1996 ; Patten 1992). Les résultats de ces tests complémentaires montrent que dans les entreprises de grandes tailles, les investisseurs réagissent encore plus négativement lorsque l'entreprise a recouru à des réductions d'effectifs à la fois proactives et qui se font par licenciements secs. Alors que dans les entreprises de petites tailles, les résultats ne sont plus significatifs. Ces résultats sont accord avec les travaux récents qui montrent que les investisseurs réagissent au comportement socialement responsable des entreprises uniquement lorsque celui-ci est visible aux yeux du public et des investisseurs (Aouadi et al. 2018 ; Madsen et Rogers 2015 ; Touboul 2015 ; Servaes et Tomayo 2013).

Cet article apporte plusieurs contributions : théoriques, méthodologiques et managériales. Tout d'abord à notre connaissance, notre article est le premier à étudier la réaction des investisseurs à la lumière de la théorie des parties prenantes. En faisant cela, nous répondons aux nombreux appels à tester l'existence de déterminant sociaux de la performance financière à l'annonce de réductions d'effectifs (Allouche 2008 ; Hubler et al. 2002). Jusqu'ici, les effets positifs de la gestion responsable des réductions d'effectifs sur le cours de bourse restaient hypothétiques et n'avaient jamais été testé d'un point de vue empirique. Dans cet article nous montrons qu'une gestion socialement responsable des réductions d'effectifs permet de limiter ces effets pervers sur le cours de bourse et encourageons une telle gestion de ces opérations.

Ensuite, cette étude permet de compléter la littérature relative l'impact des informations sociales et environnementales sur la performance de l'entreprise. Notre article permet d'enrichir la littérature émergente qui démontre le rôle la visibilité de l'entreprise sur l'impact des nouvelles sociales et environnementales sur la valeur actionnariale de l'entreprise (Aouadi et Marsat 2016 ; Krüger 2015). Nous intéresser spécifiquement au sujet des réductions d'effectifs nous permet de comprendre comment la visibilité de l'entreprise impacte le cours de bourse. Le sujet des réductions d'effectifs possède la spécificité d'être source de conflits d'intérêts. La visibilité des entreprises est susceptibles d'exacerber la réaction des parties prenantes sociales lors de l'annonce d'opérations de réduction d'effectifs ce qui explique la réaction plus importante des actionnaires dans ce cas.

De plus cet article contribue au débat beaucoup plus large autour de valeur stratégique de la RSE. Communément, deux théories s'affrontent pour expliquer comment les marchés financiers réagissent à l'annonce d'un comportement socialement responsable. D'un côté, la RSE est perçue comme une perte de ressource et est perçue négativement par les marchés (Friedman 1970). De l'autre, la RSE est perçue comme un avantage compétitif et sera valorisée par les marchés financiers Porter (1991). Les réductions d'effectifs en raison de leur double dimension économique et sociale permettent d'introduire le rôle de la visibilité de l'entreprise dans ce débat. Cet article montre que lorsque l'opération n'est pas visible c'est l'aspect financier qui prime et le comportement socialement responsable n'est pas valorisé. Au contraire, lorsque l'opération est visible le comportement social est valorisé par les marchés.

Enfin, d'un point de vue méthodologique, l'étude des opérations de réductions d'effectifs permet de neutraliser le problème de causalité inverse souvent rencontré dans les travaux qui s'intéressent au lien entre RSE et performance financière. Le problème de causalité inverse consiste à ne savoir identifier le sens du lien entre RSE et performance financière. C'est-à-dire que l'on ne sait pas si les entreprises les plus socialement responsables sont les plus performantes ou si les entreprises se sont parce qu'elles sont plus performantes qu'elles sont plus socialement responsables. En étudiant la réaction du marché sur une courte période d'étude ces problèmes de causalité inverse sont neutralisés (Krüger 2015). En effet, l'étude de la variation de réaction du marché sur une courte période à l'annonce d'événements pour lesquels on connaît la date précise permet de limiter l'existence d'autres explications susceptibles d'expliquer cette variation.

FORMULATION DES HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

La théorie des parties prenantes et la théorie de la légitimité permettent de comprendre comment les considérations sociales autour des réductions d'effectifs peuvent impacter la performance financière de l'entreprise. Une des hypothèses principale de la théorie des parties prenantes est que la performance financière de l'entreprise dépend de la manière avec laquelle l'entreprise entretient ses relations avec les différents parties prenantes (Hillman et Keim 2001 ; Preston et Donaldson 1999). L'ensemble des parties prenantes désignent tous les individus ou les groupes qui peuvent influencer ou être influencés par l'entreprise c'est à dire non seulement les actionnaires mais aussi les salariés, les clients, les fournisseurs, la collectivité, le gouvernement ... (Jensen 2001). La création de relations stables en réduisant les conflits entre les différentes parties prenantes est la source d'un avantage compétitif qui aura un impact positif sur la performance financière de l'entreprise. Des bonnes relations sont créés quand les parties prenantes sont traitées et récompensées justement (Hosmer et Kiewitz 2005). Par exemple, lorsque de bonnes relations sont entretenues avec les salariés, ils seront plus compétitifs ce qui augmentera la performance de l'entreprise. L'inverse est aussi vrai. Lorsque les entreprises ne maintiennent pas des relations correctes avec les parties prenantes, la performance financière en pâtira dans le sens où l'entreprise ne recevra pas de bénéfice de la part des parties prenantes ce qui peut aller jusqu'à ce que l'entreprise perde de sa légitimité (Freeman 1984). La légitimité est une ressource nécessaire pour la survie des entreprises et une atteinte à la légitimité est

souvent appréhendée comme une atteinte à la réputation. Toute atteinte à la réputation est susceptible d'altérer les ressources futures de l'entreprise. Quand les opérations des entreprises vont à l'encontre des valeurs ou attentes de la société sa légitimité est mise en danger (Palazzo et Scherer 2006). Par exemple, Johnson montre en 2003 que les « illegal CSR activities » ont un impact négatif sur la performance de l'entreprise. A l'aide d'un échantillon restreint de 22 nouvelles ESG négatives « negative ESG news stories ». J.T Hamilton (1995) montre que les investisseurs réagissent négativement lors de la publication d'émission toxiques dans les entreprises (TRI Toxic release inventory). Capelle-Blancard et Laguna (2010) utilisent échantillon d'entreprises qui ont connues des explosions chimiques et révèlent que les entreprises voient leur valeur de marché baisser de 1,3% le jour suivant ces annonces. Enfin Krüger (2014), montre que les investisseurs réagissent négativement à l'annonce de nouvelles environnementales sociales et relatives à la gouvernance notamment lorsque ces informations concernent les employés et l'environnement (Chollet and Sandwidi 2016). En nous appuyant sur ces travaux nous souhaitons montrer que les actionnaires réagissent négativement à l'annonce de réductions d'effectifs gérées de manière socialement irresponsables.

Trois caractéristiques permettent de juger du caractère socialement responsable des réductions d'effectifs : le contexte financier dans lequel se produisent ces opérations (1), l'anticipation de l'annonce (2) et la forme de réduction d'effectifs choisie (3).

Le contexte financier de l'entreprise qui réduit ses d'effectifs a un rôle déterminant dans l'acceptabilité sociale des réductions d'effectifs. L'analyse du contexte financier consiste à distinguer d'un côté les opérations réactives qui se produisent dans les entreprises en difficultés et de l'autre les opérations proactives qui se produisent dans les entreprises qui ne rencontrent pas de difficulté. Lorsque l'entreprise est en difficulté, les opérations de réductions d'effectifs sont utilisées pour sauver une entreprise. Elles peuvent être considérées comme socialement responsables parce que leur objectif est de générer « le plus grand bien pour le plus grand nombre ». Pour Van Buren (2000), la difficulté financière est donc la seule raison qui permette de justifier le recours aux réductions d'effectifs.

Au contraire, si les entreprises ne rencontrent pas de difficultés l'environnement de travail pour les salariés devrait être stable et serein. Les réductions d'effectifs dans ce contexte ne sont pas justifiées aux yeux des salariés et rompent le contrat psychologique entre le dirigeant et les salariés (Van Buren 2000). Le sentiment d'injustice chez les salariés s'explique aussi par le fait que ces opérations seraient un moyen de transférer de la richesse des salariés vers les actionnaires (Sentis 1998). Pour les mêmes raisons, ces opérations sont aussi considérées comme une rupture du contrat social entre l'entreprise et la société (au sens large) (Nègre et al. 2017). Elles sont donc plus susceptibles d'entraîner de contestations de la part des parties prenantes sociales (Love et Kraatz 2009). Dans ce cas les réductions d'effectifs vont être perçues comme injustifiées et illégitimes car elles ne sont pas justifiées par des difficultés financières (Love et Kraatz 2009) ce qui va avoir un impact négatif sur la réputation de l'entreprise (Love et Kraatz 2009 ; Flanagan et O'Shaughnessy 2005 ; Zyglidopoulos, 2005).

D'un autre côté, les études précédentes montrent que ces opérations sont perçues positivement par les marchés car elles sont interprétées comme une démarche

volontaire de l'entreprise dans l'objectif d'améliorer sa performance et sa compétitivité. Plus précisément, les résultats montrent une réaction du marché soit légèrement négative (Worrell et al. 1991 ; Lee 1997 ; Chen et al. 2001 ; Hubler et al. 2004 ; Hillier et al. 2007) soit positive (Gunderson et al. 1997 ; Elayan et al. 1998 ; McKnight et al. 2002 ; Abraham 2004 ; Hahn et Reyes 2004 ; Capelle-Blancard et Tatu 2012). Au contraire les réductions d'effectifs réactives qui semblent être subies par l'entreprise et sont synonymes de difficultés ou de difficultés à venir. Ces réductions sont perçues négativement par les marchés (Worrell et al. 1991 ; Gombola et Tsetsekos 1992 ; Lin et Rozeff 1993 ; Ursel et Armstrong-Stassen 1995 ; Gunderson et al. 1997 ; Lee 1997 ; Elayan et al. 1998 ; Chen et al. 2001 ; McKnight et al. 2002 ; Abraham 2004 ; Hubler et al. 2004 ; Nixon et al. 2004 ; Hillier et al. 2007 ; Allouche et al. 2008 ; Farber et Hallock 2009). Une double interprétation est donc possible pour les réductions d'effectifs proactives ce qui nous permet de poser notre hypothèse 1 ainsi :

H1a : Si les investisseurs intègrent le caractère socialement responsable des réductions d'effectifs, ils réagiront de manière négative aux réductions d'effectifs proactives.

H1b : Si les investisseurs n'intègrent pas le caractère socialement responsable des réductions d'effectifs, ils réagiront de manière positive aux réductions d'effectifs proactives.

Au-delà du contexte financier dans lequel se produisent les réductions d'effectifs, d'autres caractéristiques permettent de distinguer entre les réductions d'effectifs socialement responsables et socialement irresponsables. Ces caractéristiques sont étudiées dans la littérature managériale qui s'intéresse aux pratiques et attitudes qui permettraient de diminuer les conséquences négatives des réductions d'effectifs (Cameron 1994). Parmi ces caractéristiques on trouve l'anticipation de l'annonce (1) et le recours aux alternatives aux réductions d'effectifs (2).

Les travaux qui s'intéressent aux problématiques relatives à la responsabilité sociale des réductions d'effectifs insistent sur l'importance d'annoncer suffisamment tôt l'opération aux salariés. En effet, la relation d'emploi est caractérisée par une asymétrie d'information Igalens et Vicens (2005). L'employeur possède une information privilégiée sur la façon dont la relation d'emploi évolue, notamment dans le cas de ruptures d'emplois. L'employeur est confronté de façon plus fréquente au marché du travail et maîtrise davantage l'information sur les grandes tendances de l'évolution des marchés et des technologies qui peuvent impacter l'emploi. Dès lors, l'employeur dispose d'une information privilégiée sur la façon dont les compétences évoluent au cours de la relation d'emploi et dans l'éventualité d'une rupture de ce contrat.

Cette information est nécessaire aux salariés, à titre individuel ou collectif, afin qu'ils puissent de façon anticipée déterminer leur position à l'égard des risques encourus en optant pour l'une des trois postures décrites par Hirschmann (1970) : faire confiance si les termes du contrat sont (ou semblent pouvoir être) respectés (loyalty) ; intervenir sur la politique menée et les choix stratégiques de l'entreprise (Voice) ; ou s'orienter auprès d'autres entreprises si les risques semblent à la fois trop importants et ne pas devoir se réduire (Exit). L'information anticipée est aussi nécessaire aux employés pour leur permettre de peser sur les choix des entreprises, pour engager le dialogue et l'anticipation commune des mutations économiques

qui est le préalable à une gestion acceptable des restructurations (Aubert et Beaujolin 2004).

Certains travaux montrent que lorsque l'annonce est anticipée l'impact social sur les salariés est moins important. Ils retrouvent plus facilement du travail suite à leur licenciement (Addisson et Portugal 1987 ; Kinicki 1985). Les salariés sont préparés à perdre leur emploi et les conséquences psychologiques sont moins importantes Leana et Feldamn (1994). Plusieurs travaux réalisent des enquêtes auprès de salariés victimes de réductions d'effectifs. Les résultats montrent que l'anticipation de l'annonce joue un rôle déterminant dans la perception de justice des salariés vis-à-vis de l'opération. Pour Hopkins et Hopkins (1999) ces opérations sont donc plus appropriées si elles sont communiquées dans les temps. Au contraire, lorsque l'annonce n'est pas anticipée, les salariés ne sont préparés à perdre leur emploi et les conséquences psychologiques sont exacerbées (Leana et Feldamn 1994). La rétention de l'information par l'employeur crée un sentiment de trahison et est susceptible d'entraîner l'indignation du public ce qui peut attirer l'attention des investisseurs. Nous proposons donc l'hypothèse 2 suivante :

H2 : Moins l'annonce de réductions d'effectifs est anticipée, plus la réaction des marchés est négative.

Enfin, les études de Severin et Scoyez-Van Poppel (2006) ainsi que Elayan, Swales, Maris et Scott (1998) montrent que les réductions d'effectifs portant sur des salariés permanents sont perçues négativement par les investisseurs et détruisent de la valeur pour les actionnaires. L'étude de Davidson, Worrel et Fox (1996) s'intéresse uniquement à la réaction des investisseurs à l'annonce de plan de départ à la retraite anticipés. Les résultats montrent que ces programmes de préretraite sont perçus positivement par les marchés lorsque l'entreprise ne connaît pas de difficultés financières. Ces études laissent penser que l'information transmise par la forme de réductions d'effectifs est susceptible d'attirer l'attention des investisseurs. Il existe en effet plusieurs manières de réduire les effectifs et certaines sont plus socialement responsables que d'autres (Igalens et Vicens 2005). En effet, une entreprise qui réduit ses effectifs d'effectifs peut avoir recours aux licenciements secs, à des plans de départ volontaires, à des mises à la retraite anticipées, au remplacement des départs ou à des reclassements (Verdier 2015). Parmi les différentes mesures existantes, le recours aux réductions d'effectifs par le biais de licenciements secs est une mesure extrême pour les salariés c'est pourquoi la législation française, particulièrement protectrice des salariés, met l'accent sur les mesures sociales d'accompagnements. Il s'agit d'un ensemble de mesures alternatives dans le but d'éviter les licenciements, d'en limiter le nombre, et de faciliter le reclassement du personnel dont le licenciement n'aurait pu être évité Igalens et Vicens (2005). L'acceptabilité sociale des réductions d'effectifs auprès des salariés dépend donc du type de réduction adoptée (Van Buren 2000, Pfeiffer 2007). Les opérations qui se font par le biais de licenciements secs sont susceptibles d'entraîner l'indignation du public et altérer la légitimité de l'entreprise ce qui nous permet de poser notre hypothèse ainsi :

H3 : La réaction des investisseurs est plus négative lorsque l'opération se fait par le biais de licenciements secs.

Le rôle modérateur de la visibilité de l'entreprise

Un courant émergent de la littérature avance que les investisseurs ne réagissent pas directement au caractère socialement responsables des activités d'une entreprise mais que leur réaction dépend de la visibilité de ces activités (Aouadi et al. 2016 ; Servaes Tamayo 2013; Cho et al. 2013; Di Giuli et Kostovetsky 2014; Barnett 2014). Ces travaux remettent en cause l'hypothèse implicite selon laquelle les parties prenantes sont capables d'observer objectivement le comportement socialement responsable des entreprises et avancent que toutes les actions de l'entreprise n'attirent pas l'attention des investisseurs de la même manière Touboul (2015). Ils étudient l'effet modérateur de différentes variables qui permettent de mesurer la visibilité des entreprises. Par exemple, l'étude d'Aouadi et al. (2017) étudie le volume de recherche sur google (GSV Google Research Volume) comme moyen de mesurer l'attention des investisseurs. Les résultats de l'étude montrent que la réaction des investisseurs au comportement socialement responsable (CSR) pour une entreprise est liée au nombre de fois où cette entreprise a été recherchée sur Google. Chiu and Sharfman (2009) montrent aussi que la réaction des investisseurs est positive lorsque les initiatives socialement responsables se produisent dans des industries qui sont sous l'attention du public. Servaes et Tamayo (2013) utilisent les dépenses publicitaires comme moyen de mesurer la sensibilité des consommateurs au comportement socialement responsable (CSR). Ils montrent que la réaction des investisseurs à la performance sociale et environnementale est plus importante lorsque dépenses publicitaires sont importantes. Mishra et Modi (2016) montrent aussi que les investisseurs ne réagissent pas directement au CSR mais le font en via la force de vente. Cette influence sera d'autant plus importante que les effets du comportement social et responsable ont un effet réel sur les parties prenantes comme les consommateurs, les employés et les législateurs. Enfin, les investisseurs valorisent plus le CSR (green rankings) lorsque les entreprises sont de grande taille étant donné leur plus grande visibilité (Cordeiro and Tewari 2015). A l'inverse l'étude, de Flammer (2013) montre que lorsque les investisseurs s'intéressent à la performance sociale et environnementale, ils réagissent négativement lors de l'annonce d'activités socialement irresponsables car elles peuvent susciter l'indignation des parties prenantes ce qui augmente l'attention des investisseurs. En nous appuyant sur ces travaux nous posons notre dernière hypothèse ainsi :

H4 : Les investisseurs intègrent le caractère socialement responsable des réductions d'effectifs lorsque ces opérations sont visibles.

DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

Échantillon

Les annonces de licenciements sont récoltées parmi les entreprises cotées sur le marché français grâce à la base de données Factiva. La plupart des articles qui étudient l'impact des réductions d'effectifs recherchent les annonces sur un ou deux journaux en particulier (souvent les échos et la Tribune dans le contexte Français ou le New York Times dans le contexte Américain). Factiva permet de réunir un échantillon plus large en collectant les annonces dans l'ensemble des journaux français. La base a largement été utilisée dans les travaux scientifiques notamment par Verdier en 2015 dans son travail de thèse qui s'intéresse à la

gestion de résultats lors de réductions d'effectifs et plus largement par les travaux qui s'intéressent aux nouvelles environnementales, sociales et gouvernementales (ESG news) (Aouadi 2018 ; Aouadi et Marsat 2016). Notre échantillon couvre les annonces réalisées entre 2009 et 2017. L'année 2009 a été retenue comme date de départ parce qu'il était difficile de récolter les données des annonces précédemment à cette date. La date de 2017 a été retenue comme date de fin car c'était la dernière année disponible au moment de la constitution de l'échantillon. A l'instar de Verdier (2015) nous avons effectué une recherche par mots clés à l'aide des mots clés suivants [licenciement* or "plan* social*" or "plan* sociaux" or "suppression* de poste*" or "suppression* d'emploi*" or "plan de restructuration" or "réduction* des effectifs" or "réduction* d'effectif*" or "plan* de sauvegarde de l'emploi" or PSE]. Lorsque des journaux différents annoncent la même opération à des dates différentes, la date de la première annonce a été conservée. Pour s'assurer de n'avoir oublié aucune annonce, nous avons effectué une recherche basée sur le même système de mot clé sur la base de données Europresse. Enfin, nous avons fait appel à l'observatoire de l'investissement qui recense l'ensemble des opérations de restructurations en France. Cette dernière étape nous laisse penser qu'aucune annonce nous échappé puisque nous n'avons pas collecté d'annonces en plus de celles déjà recensées sur les deux autres bases de données.

Plusieurs critères d'exclusion ont ensuite été retenus pour la constitution de notre échantillon final. Lorsqu'une entreprise a réalisé plusieurs annonces en moins d'un an seule la première annonce a été conservée. En effet, l'étude de Lee (1997) montre que lorsqu'une entreprise a réalisé plusieurs annonces de réductions consécutives la première annonce transmet plus d'informations aux investisseurs que les suivantes et nous avons ainsi éliminé 997 annonces de réduction d'effectifs. Dans un second temps, nous avons exclu les différentes annonces réalisées par la même entreprise pour la même opération. C'est par exemple le cas de l'entreprise Michelin qui a annoncé le 18/06 /2009 qu'elle entamait un plan social concernant 340 salariés sur le site de Tour. Cette annonce étant en fait liée à l'annonce le 16/06/2009 d'un vaste plan social de 1500 réductions d'effectifs. Dans ce cas seule l'annonce du 16/06/2009 a été conservée. Nous avons ensuite exclu les entreprises du secteur de la banque et de l'assurance et 18 annonces ont été supprimées. Enfin, une pratique courante des études financières consiste à exclure toutes les valeurs extrêmes pour neutraliser l'effet des valeurs aberrantes. Aussi, toutes les variables sont donc winsorisées au 1er et 99ème %. Notre échantillon final est constitué de 153 entreprises qui ont annoncé des réductions d'effectif entre 2009 et 2017. Après avoir récolté notre échantillon d'entreprises qui ont réalisé des réductions d'effectifs et la date de l'annonce nous avons associé chaque entreprise avec son ISIN. Puis nous avons utilisés ces ISIN et les dates d'annonces pour apparier ces annonces aux données comptables et financières issues de la base Datastream. Ces données sont précisées dans la section suivante. Les variables descriptives sont présentées dans le tableau 1. Notre échantillon final est constitué de 67,1 % annonces proactives contre 32,9% opérations qui se produisent dans une entreprise en détresse financière (opérations réactives). L'article de Nègre et al. (2017) étudie les stratégies de communications lors de l'annonce de réduction d'effectifs et dénombre un pourcentage de 60,1% d'entreprises en bonnes santé au moment de l'annonce. La période étudiée dans

l'étude citée débute en 2008 et comprend donc une année supplémentaire de crise financière. Cela peut expliquer le nombre plus important d'entreprises en difficulté dans cet échantillon. D'ailleurs, 38,16% de nos annonces se produisent une année de crise financière contre 50% pour l'étude de Nègre et al. (2017). Un peu plus de la moitié des entreprises qui réduisent leurs effectifs le font via les licenciements secs (53,17%) soit moins de deux pourcent de différence avec les travaux de Nègre et al. (2017). Nous introduisons une nouvelles variable qui est le caractère anticipé des réductions d'effectifs avec une moyenne de 6,5 jours d'anticipation entre l'annonce et l'opération. Concernant les variables propres aux entreprises, l'échantillon comprend groupe homogène de petites et grandes entreprises (le actifs varient entre 9,18 et 21,41). On dénombre enfin 21, 05% des entreprises qui réduisent leurs effectifs et qui appartiennent au secteur des services.

Table 1 : Statistiques descriptives

Variable	Obs	Mean	Frequency	Std.Dev.	Min	Max	VIF
PRO	152		67,1% (PRO=1)	.471	0	1	1,18
L	126		53,17% (L=1)	.571	0	1	1,14
ANT	112	6.536		89.624	-511	497	1,10
AMPL	135	.056		.14	0	.991	1,44
SECserv	152		21,05% (SECserv=1)	.409	0	1	1,42
TAILLE	150	14.983		2.629	9.18	21.41	1,56
REC	152		71,05 (REC=1)	.455	0	1	1,31
CRISE	152		38,16 (CRISE=1)	.487	0	1	1,44
MIM	152	2.743		2.722	0	12	1,37
PRO3	152		61,18 (PRO3=1)	.489	0	1	1,45
PRO2	152		37,50(PRO2=1)	.486	0	1	1,21

Ce tableau présente les variables descriptives des variables explicatives. Les moyennes sont présentées pour les variables continues et les fréquences pour les variables binaires. Ensuite pour chaque variables sont présentées la déviation

standard, le minimum, le maximum est nous contrôlons les problèmes de multi colinéarité grâce aux VIFs (Variance Inflation Factors).

Étude d'évènement

Nous étudions l'impact de l'annonce de réductions d'effectifs sur la réaction des investisseurs grâce à la méthodologie de l'étude d'évènement. C'est la méthode utilisée dans la quasi-totalité des travaux qui s'intéressent à l'impact de l'annonce de réductions d'effectifs sur la performance de l'entreprise. Plus largement, c'est la méthodologie la plus communément utilisées par les études financières qui cherchent à observer la création de valeur suite à l'annonce publique d'un évènement spécifique à une entreprise. 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) sur une période de 200 jours avant l'annonce. Ce modèle permet de lier chaque titre i à celles du portefeuille de marché, sous la forme de la relation linéaire suivante :

$$R_{i_t} = \alpha_i + \beta_i R_{m_t} + \varepsilon_{i_t}$$

R_{i_t} et R_{m_t} représentent respectivement la rentabilité du titre i durant la période et la rentabilité du portefeuille de marché durant la période. Le terme d'erreur d'espérance nulle est de variance σ^2 correspond au terme ε_{i_t} . La rentabilité du marché correspond au CAC all tradable index qui est l'indice de marché de toutes les entreprises cotées sur le CAC.

Nous calculons ensuite les rendements anormaux du titre i durant une fenêtre d'évènement de $[-1 ; +1]$ à l'aide d'une régression OLS suivante :

$$AR = R_{i_t} - (\hat{\alpha}_i + \beta_i R_{m_t})$$

$\hat{\alpha}$ et $\hat{\beta}$ sont les estimations des coefficients α et β . Les CAR sont ensuite calculés ainsi que la moyenne des CAR (le CAAR) pour toutes les entreprises. On teste enfin la significativité de ces rendements normaux à l'aide d'un test bilatéral de student.

Régression multiple

Pour affiner ces résultats et tester si d'autres paramètres peuvent expliquer la réaction des investisseurs à l'annonce de réductions d'effectifs socialement responsables nous utilisons une méthodologie basée sur la régression multiple. Cette régression nous permet de tester si les caractéristiques socialement responsables influencent la réaction des investisseurs à l'annonce de réductions d'effectifs. Notre régression prend la forme suivante :

$$CAR = c + \beta_1 PRO + \beta_2 L + \beta_3 ANT + \beta_4 PRO * L + \beta_5 TAILLE + \beta_6 AMPL + \beta_7 SECserv + \beta_8 REC + \beta_9 CRISE + \beta_{10} MIM + \varepsilon_{i_t}$$

Ces variables sont présentées dans la section suivante.

Variables permettant de juger du caractère socialement responsable des réductions d'effectifs

Nous étudions trois variables qui reflètent du caractère socialement responsable des réductions d'effectifs :

- Tout d'abord, on intègre la variable PRO qui permet de différencier les entreprises qui annoncent des réductions d'effectifs qui sont en difficulté de celles qui sont en bonne santé financière. Cela nous permet de distinguer des opérations proactives qui sont adoptées dans une logique de compétitive des opérations réactives qui sont adoptées pour faire face à des difficultés. Si les investisseurs

intègrent le caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs on peut s'attendre à ce que leur réaction soit négative pour les opérations proactives. Pour Verdier (2015) une entreprise est en difficulté lorsque son ROA (*return on assets*) est négatif ou en diminution par rapport à l'année précédente. En nous appuyant sur cette étude nous mesurons le ROA par le ratio EBITDA/TA (*earnings before interests taxes depreciation and assests/ total assets*). Pour tester la robustesse de nos résultats, nous testons deux mesures alternatives de la difficulté des entreprises. La première s'appuie sur les travaux de Nègre al. (2017) qui considèrent qu'une entreprise est en difficulté dès lors que son ratio $PRO_2 = EBITDA/TA$ est inférieur à 0. La deuxième s'appuie sur les travaux de Kang et Shivasny (1997) pour qui une entreprise est en difficulté lorsque son ratio $PRO_3 = EBITDA/TA$ diminue de moitié par rapport à l'année précédente. Les résultats de ces mesures alternatives sont présentés en annexe.

- Le caractère socialement responsable dépend aussi du type de réductions d'effectifs adopté. La variable L distingue les opérations qui sont font par le biais d'alternative aux licenciements secs de celles qui se font via les licenciements secs. La variable L est une variable binaire qui est égale à 1 si les entreprises recourent aux licenciements secs 0 autrement.

- Enfin, le caractère socialement responsables de l'annonce dépend de l'anticipation par rapport à l'opération effective. La variable ANT permet de mesurer cette anticipation et correspond à la différence entre la date d'annonce et la date de l'opération. Ainsi, plus cette variable est élevée plus l'opération peu être considérée comme socialement responsable.

Variable de contrôles

Nous contrôlons l'impact de différentes variables pour lesquelles il a déjà été prouvé qu'elles avaient un impact sur la performance financière.

- Ampleur des réductions d'effectifs : les études de Worell et al. (1991) et Elayan et al. (1998) montrent que les réductions d'effectifs de grande ampleur sont mal perçues par les parties prenantes (Worell et al. 1991 ; Elayan et al. 1998). Nous mesurons l'ampleur des réductions d'effectifs AMPL par le ratio : Nombre de salariés licenciés / Nombre de salarié total dans l'entreprise

- Réurrence des réductions : les travaux de Chadwell et Filbeck (1994) ; Hubler et al. (2004). McKnight et Lowrie (2002) montrent que lorsqu'une entreprise recourt aux réductions d'effectifs de manière récurrente la réaction des marché est négative. Nous contrôlons donc pour la variable REC qui est égale à 1 si l'entreprise recourt aux réductions d'effectifs pour la première fois sur la période étudiée. La variable est égale à 0 sinon.

- Cycle économique : les investisseurs réagissent différemment lorsque les réductions d'effectifs se produisent lors des années de crises financières (Nègre et al 2017 ; Capelle-Blancard et al. 2012). Notre échantillon d'étude comprend une année de crise financière : l'année 2009. Nous contrôlons donc la variable CRISE qui est égale à 1 pour l'année 2009 et 0 pour les années suivantes.

-Secteur : les investisseurs réagissent différemment lorsque l'entreprise appartient à secteur qui a connu des réductions d'effectifs l'année précédente. La variable MIM correspond aux nombres de réductions d'effectifs qui ont eu lieu dans le même secteur l'année précédente.

Mesure de la visibilité de l'entreprise

- Secteurs sensible : Les entreprises qui appartiennent à un secteur sensible publient plus d'information relative à la RSE car elles sont sous l'attention du public (Hackston et Milne 1996 ; Patten 1992). A l'instar de ces études les entreprises de vente d'alcool, de tabac, les entreprises chimiques, du pétrole et de l'armement sont considérées comme sensible. La variable SECserv prend la valeur de 0 pour ces entreprises et 0 sinon

-Taille de l'entreprise : Les entreprises de grandes se comportent de manière plus responsable car elles sont plus visibles (Darnall et al. 2010). Elles émettent aussi plus d'informations relative à la RSE lorsque leurs activités vont à l'encontre des attentes des parties prenantes (Hackston et Milne 1996 ; Patten 1992). En nous appuyons sur ces travaux nous mesurons la visibilité de l'entreprise par le logarithme du total actif.

RÉSULTATS

Nous testons d'abord la réaction générale de marché à l'annonce de réductions d'effectifs (1) avant de tester la réaction de marché en fonction du caractère socialement responsable des réductions d'effectifs (2), (3), (4). Le tableau 2 présente ces résultats. L'ensemble des CAR est négatif ce qui laisse penser que les investisseurs réagissent négativement à l'annonce de réductions d'effectifs. Concernant l'impact du caractère socialement irresponsable, la réaction est plus négative uniquement dans les entreprises qui réduisent leurs effectifs par des licenciements secs (CAR =-1,56). Au contraire, elle l'est moins à l'annonce de réductions d'effectifs proactives ou de manière non anticipées.

Ces résultats suggèrent que le recourt aux licenciements secs est la seule caractéristique susceptible d'attirer l'attention des investisseurs sur les conséquences sociales de réductions d'effectifs.

Concernant le contexte financier, les résultats semblent être en accord avec les études précédentes qui montrent que les investisseurs réagissent mieux dans le cas de opérations proactives (Hillier et al. 2007 ; Hubler et al. 2004 ; Chen et al. 2001 ; Lee 1997 ; Worrell et al. 1991). Ces résultats suggèrent que les investisseurs n'intègrent que les informations économiques de réductions d'effectifs dans ce cas.

Concernant l'anticipation de l'annonce les résultats laissent penser que les investisseurs réagissent moins négativement lorsque l'annonce n'est pas anticipée. La dimension sociale n'impacterait pas la réaction des investisseurs lorsque l'annonce n'est pas anticipée. Néanmoins, aucun de ces résultats ne sont significatifs ce qui ne nous permet pas de conclure sur le sens de la réaction des investisseurs pour chaque type de réductions d'effectifs. Pour affiner nos résultats nous avons recours à une régression linéaire multiple. Les résultats sont présentés dans le tableau 3.

Table 2 : L'influence de réductions d'effectifs sur la performance de l'entreprise

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR	CAR PRO=1	CAR L=1	CAR ANT< moyenne (Ant)
<hr/> _cons	-0.306	-0.301	-1.566	-0.047
	(0.754)	(1.067)	(1.136)	(0.857)
Obs.	149	50	61	98
R-squared	0.000	0.000	0.000	0.000

Standard errors are in parenthesis

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

Comme mentionné ci-dessus, le tableau 3 reprend les résultats des régressions OLS. Le tableau de corrélation présenté en annexe ne présente pas de corrélations significatives. Les VIF ne sont pas supérieurs à 2 ce qui montre que nos résultats ne présentent pas de problème de multi-colinéarité.

Dans le modèle 1, nous régressons seulement les variables économiques habituellement étudiées comme la taille de l'entreprise, l'ampleur du licenciement ou l'effet mimétique. Cela nous permettra d'évaluer si les investisseurs utilisent une autre information que l'information économique et financière habituellement étudiée. Dans les modèles, (2), (3), et (4), nous introduisons ensuite les potentiels déterminants sociaux de la performance financière à savoir : le contexte financier des opérations (modèle 2), l'anticipation de l'annonce (modèle 3), la forme d'opération adoptée (modèle 4).

Concernant les variables de contrôle (les variables économiques habituellement étudiées) le modèle révèle que l'ampleur du licenciement est liée négativement à la valeur de marché alors que la taille de l'entreprise est positivement et significativement corrélée aux CAR. Ces résultats sont en accord avec la littérature antérieure (Nixon et al. 2004; Ursel and Armstrong-Stassen 1995).

Contrairement à l'hypothèse 1a, le modèle (2) suggère que les investisseurs ne réagissent pas au caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs dans le cas d'opérations proactives. Ces résultats persistent dans le modèle (3) et (4) lorsque l'on ajoute les différentes caractéristiques socialement responsables des réductions d'effectifs. La variable L n'est pas significative dans le modèle (3), ni la variable ANT. Ces résultats ne permettent donc pas de conclure à un effet direct des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs sur la performance financière.

Néanmoins, on remarque que lorsque l'on ajoute la variable sociale relative à la forme de l'opération (licenciements secs ou non) la réaction des investisseurs à l'annonce de réductions d'effectifs proactives et non anticipée devient de plus en plus négative. (modèle 3 et 4) L'annonce d'un événement socialement irresponsable attire plus facilement l'attention des investisseurs sur le comportement socialement responsable globale de l'entreprise (Aouadi 2017 ; Price et Sun 2017). En nous appuyant sur ces résultats, nous avançons que l'annonce de réductions d'effectifs par le biais de licenciements secs éveille l'intérêt des investisseurs sur le caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs proactives ou non anticipées. Pour tester cela, nous segmentons notre échantillon entre les entreprises qui ont recouru aux licenciements secs et celles qui ont recouru aux alternatives. Le tableau 4 présente ces résultats.

Tableau 3 : L'impact des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs sur la performance financière

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR	CAR	CAR	CAR
AMPL	-11.055*	-10.973*	-13.910**	-13.672**
	(5.870)	(6.012)	(5.804)	(5.853)
SECSERV	-0.357	-0.350	1.786	1.864
	(1.951)	(1.961)	(2.160)	(2.177)
TAILLE	0.676*	0.679*	0.060	0.112
	(0.366)	(0.371)	(0.405)	(0.423)
RECURRENCE	-0.440	-0.446	-0.913	-1.004
	(1.823)	(1.833)	(1.782)	(1.801)
CRISE	1.201	1.234	-0.677	-0.631
	(1.695)	(1.767)	(2.013)	(2.024)
MIM	-0.240	-0.239	-0.046	-0.059
	(0.284)	(0.286)	(0.363)	(0.365)
PRO		0.114	0.162	0.101
		(1.658)	(1.801)	(1.814)
ANT			-0.004	-0.004
			(0.008)	(0.008)
L				0.638
				(1.385)
_cons	-9.679	-9.779	-0.356	-1.447
	(6.098)	(6.293)	(6.843)	(7.269)
Obs.	135	135	99	99
R-squared	0.102	0.102	0.108	0.110

Ce tableau présente les résultats de la régression OLS qui étudie déterminants sociaux de la performance financière. Les variables sont décrites dans le tableau 1. Le tableau de corrélation ne présente pas de problèmes de corrélations entre les variables explicatives testées. Nous excluons les valeurs extrêmes aux seuils de 1

et 99%.

Standard errors are in parenthesis

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

CAR = Cumulative abnormal return ; PRO = caractère proactif ou réactif des réductions d'effectif ; L = type de réduction d'effectif (Licenciement ou alternative) ; ANT = caractère anticipé du licenciement (différence entre la date d'annonce et la date de l'opération) ; REC = caractère récurrent ou non des réductions d'effectifs ; AMPL = ampleur des réductions d'effectif ; CRISE = année de crise financière ou non ; TAILLE = taille de l'entreprise ; SECSERV = secteur des services, TAILLE = taille de l'entreprise (logTA) ; MIM = nombre d'opération dans le même secteur en N-1 ;

Table 4: L'impact des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs sur la performance financière selon le type d'opérations adoptées (licenciements secs ou alternatives aux licenciements/Annonces anticipées ou non)

	(1) CAR L=0	(2) CAR L=1	(3) CAR L=0	(4) CAR L=1	(5) CAR L=0	(6) CAR L=1
PRO	4.503* (2.484)	-1.013 (1.916)			4.249 (2.691)	-1.535 (2.539)
AMPL	4.825 (8.843)	- (6.855)	0.401 (8.663)	- (7.479)	4.130 (8.824)	- (7.685)
SECSERV	0.120 (2.696)	0.296 (2.684)	2.062 (3.053)	1.860 (3.181)	1.838 (3.000)	1.827 (3.207)
TAILLE	0.704 (0.567)	0.255 (0.479)	0.320 (0.645)	0.344 (0.567)	0.702 (0.677)	0.335 (0.572)
REC	-3.513 (2.655)	0.561 (2.247)	-3.232 (2.892)	0.906 (2.441)	-2.971 (2.843)	0.778 (2.471)
MIM	-0.381 (0.532)	-0.258 (0.361)	-0.200 (0.602)	-0.156 (0.525)	-0.306 (0.595)	-0.202 (0.535)
CRISE	0.552 (2.776)	0.787 (2.111)	-3.370 (3.109)	0.557 (2.535)	-2.893 (3.066)	-0.095 (2.775)
ANT			-0.005 (0.010)	-0.008 (0.015)	-0.006 (0.010)	-0.008 (0.015)
_cons	-10.133 (9.857)	-3.263 (7.912)	-2.754 (10.996)	-5.260 (9.199)	-9.962 (11.718)	-4.149 (9.455)
Obs.	56	57	47	47	47	47
R-squared	0.144	0.277	0.146	0.323	0.198	0.329

Ce tableau présente de la régression OLS sur la réaction des investisseurs lors de l'annonce de réductions entre 2009 et 2016. Notre échantillon est segmenté fonction du type de réduction adoptées (recours aux licenciements secs ou alternative aux licenciements pour les modèles 1 et 2 ; anticipation de l'annonce ou non pour les modèles 3 et 4). La variable d'intérêt est mesurée par le CAR à la date de l'annonce de réductions d'effectifs. Les variables sont définies dans le tableau 1. Les valeurs extrêmes sont exclues au seuil de 1 et 99%. Les déviations standards sont présentées entre parenthèses

Standard errors are in parenthesis

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

CAR = Cumulative abnormal return ; PRO = caractère proactif ou réactif des réductions d'effectif ; L = type de réduction d'effectif (Licenciement ou alternative) ; ANT = caractère anticipé du licenciement (différence entre la date d'annonce et la date de l'opération) ; REC = caractère récurrent ou non des réductions d'effectifs ; AMPL = ampleur des réductions d'effectif ; CRISE = année de crise financière ou non ; TAILLE = taille de l'entreprise ; SECSERV = secteur des services, TAILLE = taille de l'entreprise (logTA) ; MIM = nombre d'opération dans le même secteur en N-1 ;

Le tableau 4 reproduit les résultats du tableau 3 en séparant les modèles entre ceux qui réduisent leurs effectifs par le biais de licenciements secs (1) ou par le biais d'alternative aux licenciements (2). Cela permet de comparer la réaction des investisseurs dans les deux cas. Cette distinction révèle une réaction significativement positive des investisseurs à l'annonce de réduction d'effectifs proactives lorsque les entreprises ont recours aux alternatives aux licenciements secs. (Modèle 1). Ces résultats n'apparaissent plus dans les modèles (2) lors des licenciements secs où le coefficient devient négatif mais de manière non significative. La distinction entre annonce anticipée va dans le même sens : les résultats sont plus négatifs lorsque les réductions d'effectifs prennent la forme de licenciements secs bien que ces résultats ne soient pas significatifs.

Ces résultats confirment l'idée que l'annonce de réductions d'effectifs par le biais de licenciements secs éveille l'intérêt des investisseurs sur le caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs proactive et non anticipées raison pour laquelle la relation positive entre les opérations proactives disparaît à l'annonce de licenciements secs.

Pour affiner ces résultats nous introduisons les termes d'interaction PRO*L et ANT*L de notre régression. L'interaction permet d'affiner nos résultats en étudiant plus spécifiquement quelles variables varient entre les groupes². Les résultats sont présentés dans le tableau 5

² La plupart des études qui s'intéressent aux réductions d'effectifs utilisent la technique du sous-échantillonnage. Nous faisons le choix de compléter notre étude en introduisant des termes d'interactions. Cela permet une analyse plus fine : dans le sous-échantillonnage, l'ensemble des variables varient entre les groupes alors que l'introduction d'un terme d'interaction permet de connaître quelles sont les variables qui varient selon les groupes. L'introduction du terme d'interaction est utilisé par les travaux récents qui s'intéressent au comportement socialement irresponsable des entreprises (Aouadi et al. 2017 ; Price et al. 2017).

On remarque qu'en accord avec nos hypothèses précédentes : alors, que la réaction des investisseurs est positive à l'annonce de réductions d'effectifs proactives (4,648* modèle (5)) relation devient significativement négative lorsque la réaction est proactive et que la réduction d'effectifs se fait par le biais de licenciements secs (-6,693** modèle (4) ; -7,2572** modèle (5)). Les résultats deviennent aussi plus négatifs pour les opérations non anticipées lorsqu'elles se font biais de licenciements secs. Ces résultats confirment l'idée le recours aux licenciements secs attire l'attention des investisseurs sur le caractère socialement irresponsable de réductions d'effectifs proactives.

Par contre, lorsque les opérations sont proactives et que l'annonce n'est pas anticipée (modèle 5) la réaction des marchés est positive. Dans ce cas, les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de réductions d'effectifs bien que socialement irresponsables ce qui laisse penser que c'est l'aspect économique qui prime dans ces cas. Les déterminants de la réaction des investisseurs serait donc économiques lorsque les opérations n'attirent pas l'attention et sociales lorsque les opérations sont sous l'attention du public.

L'avancée majeure de cette étude est de montrer dans quelles conditions les investisseurs s'intéressent au caractère socialement responsable des réductions d'effectifs. La première partie suggère que les investisseurs prennent en compte le CSI (comportements socialement irresponsable) lorsque celui-ci est assez important pour attirer l'attention du public. Dans la suite de notre étude, nous souhaitons vérifier la sensibilité de ces résultats, en isolant les entreprises en fonction de leur visibilité.

Table 5: L'impact des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs sur la performance : introduction de termes d'interactions

	(1) CAR	(2) CAR	(3) CAR	(4) CAR	(5) CAR
PRO	0.114 (1.658)	0.162 (1.801)	0.101 (1.814)	3.330 (2.608)	4.648* (2.691)
AMPL	-10.973* (6.012)	-13.910** (5.804)	-13.672** (5.853)	1.861 (8.009)	2.577 (8.001)
SECserv	-0.350 (1.961)	1.786 (2.160)	1.864 (2.177)	0.075 (2.266)	0.149 (2.286)
TAILLE	0.679* (0.371)	0.060 (0.405)	0.112 (0.423)	0.440 (0.444)	0.498 (0.446)
REC	-0.446 (1.833)	-0.913 (1.782)	-1.004 (1.801)	-1.200 (1.924)	-1.079 (1.926)
CRISE	1.234 (1.767)	-0.677 (2.013)	-0.631 (2.024)	-0.366 (2.049)	0.291 (2.065)
MIM	-0.239 (0.286)	-0.046 (0.363)	-0.059 (0.365)	-0.296 (0.381)	-0.181 (0.391)
ANT		-0.004 (0.008)	-0.004 (0.008)	-0.001 (0.009)	-0.000 (0.010)
L			0.638 (1.385)	2.693 (1.805)	2.509 (1.793)
PROL				-6.693** (3.081)	-7.257** (3.078)
ANTL					-0.013

					(0.028)
PROANT					0.208*
					(0.120)
_cons	-9.779	-0.356	-1.447	-6.211	-7.831
	(6.293)	(6.843)	(7.269)	(7.716)	(7.811)
Obs.	135	99	99	86	86
R-squared					

Le tableau 5 reproduit les résultats du tableau 3 en ajoutant les termes d'interaction entre le caractère proactif et le type de licenciement adopté (modèle 4) puis le caractère proactif et l'anticipation de l'annonce (Modèle 5)

Standard errors are in parenthesis

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

CAR = Cumulative abnormal return ; PRO = caractère proactif ou réactif des réductions d'effectif ; L = type de réduction d'effectif (Licenciement ou alternative) ; ANT = caractère anticipé du licenciement (différence entre la date d'annonce et la date de l'opération) ; REC = caractère récurrent ou non des réductions d'effectifs ; AMPL = ampleur des réductions d'effectif ; CRISE = année de crise financière ou non ; TAILLE = taille de l'entreprise ; SECSERV= secteur des services, TAILLE = taille de l'entreprise (logTA) ; MIM= nombre d'opération dans le même secteur en N-1 ;

Le Tableau 6 reproduit les résultats du tableaux 5 en séparant les modèles entre les entreprises de grandes ou de petites tailles modèle (1) et celles qui appartiennent à un secteur sensible ou non (2). Ce sont des proxies communément utilisés pour mesurer la visibilité des entreprises et de nombreuses études montrent que les entreprises ont plus tendance à émettre des publications sociales dans les entreprises de grandes tailles et qui appartiennent à un secteur sensible car elles attirent plus facilement l'attention du public.

Les résultats significatifs se retrouvent uniquement du modèle (1). On remarque que les investisseurs réagissent positivement et significativement lors de l'annonce de réductions d'effectifs dans les entreprises de grandes tailles (7,236*). Les investisseurs ne prennent donc pas en compte le CSI des réductions d'effectifs dans les entreprises de petites tailles. Ces résultats sont en accord avec les études précédentes qui montrent que les déterminants de la réaction des investisseurs sont économiques et non sociaux. Néanmoins, on remarque que la réaction des investisseurs à ces réductions d'effectifs proactives devient significativement négative dans les entreprises de grandes tailles qui ont recours aux licenciements secs. (-9,946** modèle (2)). La réaction est plus négative que lorsqu'on ne contrôlait pas le rôle de la taille (tableau 4, modèle (4) et (5) : -6,693** et -7,312**). De même pour les annonces anticipées, la réaction du marché est positive lorsque l'annonce est anticipée et devient négative lorsque l'annonce anticipée dans les entreprises qui réalisent des licenciements secs dans les entreprises de grandes tailles (modèle 2 et 4). Cela confirme le rôle de la visibilité de l'opération comme sensibilisant des investisseurs aux caractéristiques socialement des réductions d'effectifs.

Table 6: L'impact des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs sur la performance financière : le rôle de la visibilité des opérations

	(1) LOW TAILLE	(2) HIGH TAILLE	(3) LOW ATTENTION INDUSTRY	(4) HIGH ATTENTION INDUSTRY
	CAR	CAR	CAR	CAR
PRO	4.050 (5.964)	7.236** (3.277)	3.062 (2.835)	7.103 (11.605)
ANT	0.133 (0.180)	0.001 (0.009)	-0.001 (0.010)	1.306 (0.755)
L	3.737 (4.005)	2.139 (2.236)	0.927 (2.332)	3.850 (3.902)
PROL	-7.124 (6.422)	-10.157** (3.828)	-5.160 (3.644)	-8.706 (9.300)
ANTL	0.153 (0.191)	-0.076 (0.073)	-0.035 (0.030)	-1.295 (0.742)
AMPL	1.027 (12.640)	-34.504 (37.779)	0.313 (8.437)	114.663 (107.889)
SECserv	-0.606 (5.940)	0.244 (2.500)	0.427 (2.688)	4.851 (9.523)
TAILLE	-0.530 (1.704)	0.422 (1.043)	0.625 (0.548)	-0.040 (1.571)
REC	-1.142 (4.620)	1.341 (2.623)	0.400 (2.479)	-2.250 (4.870)
CRISE	-1.942 (4.423)	0.563 (2.809)	-2.986 (2.431)	5.487 (6.020)
MIM	-0.119 (0.937)	-0.432 (0.457)	-0.274 (0.505)	-1.146 (0.849)
_cons	5.050 (24.994)	-6.429 (17.355)	-9.140 (9.675)	1.412 (25.956)
Obs.	34	52	64	22
R-squared	0.134	0.201	0.124	0.524

Ce tableau présente de la régression OLS sur la réaction des investisseurs lors de l'annonce de réductions entre 2009 et 2016. Notre échantillon est segmenté en fonction la visibilité des entreprises. La taille et l'appartenance à un secteur sensible sont utilisées pour mesure la visibilité respectivement dans les modèles 1 et 2 puis 3 et 4. Les variables sont définies dans le tableau 1. Les valeurs extrêmes sont exclues au seuil de 1 et 99%. Les déviations standards sont présentées entre parenthèses.

CAR = Cumulative abnormal return ; PRO = caractère proactif ou réactif des réductions d'effectif ; L = type de réduction d'effectif (Licenciement ou

alternative) ; ANT = caractère anticipé du licenciement (différence entre la date d'annonce et la date de l'opération) ; REC = caractère récurrent ou non des réductions d'effectifs ; AMPL = ampleur des réductions d'effectif ; CRISE = année de crise financière ou non ; TAILLE = taille de l'entreprise ; SECSERV= secteur des services, TAILLE = taille de l'entreprise (logTA) ; MIM = nombre d'opération dans le même secteur en N-1 ;

Standard errors are in parenthesis
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

DISCUSSION ET CONCLUSION

Notre article étudie la réaction des investisseurs à l'annonce de réductions d'effectifs. Plus précisément, nous cherchons à savoir si les déterminants de la performance financière à l'annonce de réduction d'effectifs sont plutôt économiques ou sociaux. Pour cela, nous construisons un échantillon de 152 entreprises qui ont annoncé des réductions d'effectifs entre 2009 et 2017. Nos résultats montrent que les investisseurs réagissent négativement à l'annonce de réductions d'effectifs proactives qui se font par le biais de licenciements secs et que cette réaction est encore plus négative dans les entreprises de grandes tailles. Au contraire, les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de réduction d'effectifs proactives de grandes tailles et lorsque l'on s'intéresse à un échantillon d'entreprises qui a recourt aux alternatives aux réductions d'effectifs.

Les résultats suggèrent que les investisseurs qui ont recourt aux réductions d'effectifs par le biais de licenciements secs augmentent la visibilité des opérations proactives ce qui oriente l'attention des investisseurs sur le caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs proactives. Ce raisonnement est conforté par la réaction d'autant plus négative des investisseurs dans les entreprises de grandes tailles qui sont sous l'attention du public. Nos résultats sont en accord avec les arguments d'Aouadi et al. (2017) qui montrent que les controverses ESG (environnementales sociales ou gouvernementales) augmentent la visibilité des entreprises sur le comportement social responsable global des entreprises ce qui a un impact positif sur la performance financière des entreprises. Néanmoins, nos résultats diffèrent de cette étude dans le sens où nous montrons que les événements sociaux irresponsables ont un impact indirect négatif sur la réaction des investisseurs. Nos résultats sont plutôt en accord avec les travaux de Price and Sun (2017) qui montrent que plus les événements sociaux irresponsables impactent négativement la réaction des actionnaires.

Au contraire, les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de réduction d'effectifs proactives lorsque l'on s'intéresse à un échantillon d'entreprises qui a recourt uniquement aux alternatives aux réductions d'effectifs et dans les entreprises de grandes tailles. Ces résultats sont aussi positifs lorsque l'opération est proactive et anticipée. Ces résultats sont en accord avec les travaux précédents qui montrent une réaction du marché positive à l'annonce de réductions d'effectifs proactives (Capelle-Blancard et Tatu 2012 ; Hahn et Reyes 2004 ; Abraham 2004 ; McKnight et al. 2002 ; Elayan et al. 1998 ; Gunderson et al. 1997).

Ces résultats reflètent de la double dimension économique-sociale des réductions d'effectifs. La visibilité des opérations sensibilisent les investisseurs au caractère socialement irresponsable des réductions d'effectifs. Si les opérations ne sont pas visibles c'est l'aspect économique qui prime. La visibilité des opérations est plus susceptible d'entraîner l'indignation et les pressions du public ce qui expliquerait la réaction négative des investisseurs dans le cas de réductions d'effectifs socialement irresponsables. La littérature suggère que les entreprises les plus visibles sont plus sensibles aux demandes des parties prenantes concernant leur comportement socialement responsable (Chiu and Sharfman 2009). Au contraire, les entreprises qui attirent moins l'attention du public sont moins susceptibles de subir des pressions sociales de la part des parties prenantes que les entreprises les plus visibles. (Brammer and Pavelin 2006; Dowling and Pfeffer 1975 ; Belkaoui and Karpik 1989; Holthausen and Leftwich 1983).

Dans le contexte particulier des réductions d'effectifs, les parties prenantes sociales peuvent utiliser plusieurs moyens d'actions pour faire pression sur l'entreprise lorsque la responsabilité sociale des entreprises est remise en compte (Verdier 2015 ; Mäkelä et Näsi 2010; Chekkar-Mansouri et Onnée 2011 ; Karake 1998). Un des moyens de faire pression sur la direction et de perturber le fonctionnement normal de l'entreprise par le biais de grèves ou de boycotts (Beaujolin-Bellet et al. 2006, p. 77). Sur le plan législatif, cette intervention peut aboutir à nouvelle réglementation défavorable aux entreprises. (Verdier 2015). De même, lorsqu'un accord n'est pas trouvé avec la direction et que les réductions d'effectifs ont lieu, notamment au travers de licenciements économiques, les parties prenantes sociales peuvent demander l'annulation du plan en justice. Ceci peut se traduire par une détérioration de l'image ou la réputation de l'entreprise auprès de l'opinion publique ce qui expliquerait nos résultats sur la réaction négative des investisseurs à l'annonce de réductions d'effectifs socialement irresponsables.

Notre étude permet de compléter la littérature qui s'intéresse au lien entre réduction d'effectifs et performance financière. Nous montrons que la performance financière ne dépend pas uniquement des informations économiques transmises par ces opérations mais que les investisseurs intègrent aussi le caractère socialement responsable des réductions d'effectifs lorsque ces opérations sont visibles. Une des limites à notre étude et de ne pas avoir démontré montré d'effet direct des caractéristiques sociales des réductions d'effectifs.

Notre étude permet aussi de compléter les études qui s'intéressent au lien entre RSE et performance financière. Alors que la plupart des études précédentes s'intéressent à la RSE via le volet environnemental en étudiant l'impact des désastres environnementaux (Laguna 2010 ; Gupta et al. 2005 ; Herbst et al. 1996 ; Hamilton 1995 ; Fields et al. 1989), nous abordons le volet social très peu étudié dans la littérature (Nègre et al. 2017). En raison de sa double dimension : économique et sociale ce sujet nous permet de faire avancer le débat sur la valeur stratégique de la RSE. Nos résultats mettent en avant le rôle modérateur de la visibilité dans la relation entre le RSE et la performance financière. Les déterminants de la réaction des investisseurs serait donc économiques lorsque les opérations n'attirent pas l'attention et sociales lorsque les opérations sont sous l'attention du public.

Notre article est le premier à étudier les caractéristiques sociales des réductions d'effectifs. D'autres caractéristiques sociales non étudiées dans cet article sont susceptibles d'impacter la réaction des investisseurs. Une étude dans des pays différents avec des contextes législatifs différents permettrait d'enrichir cette étude en mettant en évidence d'autres caractéristiques.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Abowd, J.M., Milkovich, G.T., Hannon, J.M. (1990). The effects of human resource management decisions on shareholder value. *Industrial and Labor Relations Review* 43 (3): 203-236.
- Abraham, S.E. (2004). Layoff announcements and employee guarantee announcements: How do shareholders respond? *International Journal of Manpower* 25 (8): 729-740.
- Adams, C.A., Hill, W-Y., Roberts, C.B. (1998). Corporate social reporting practices in Western Europe: Legitimizing corporate behaviour? *British Accounting Review* 30 (1): 1-21.
- Aerts, W. (1994). On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. *Accounting, Organizations and Society* 19 (4/5): 337-353.
- Aerts, W., Cheng, P. (2011). Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting. *Journal of Accounting Public Policy* 30 (5): 431-459.
- Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.
- Aerts, W., Cormier, D., Magnan, M. (2008). Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. *Ecological Economics* 64 (3): 643-659.
- Alpha Consulting (2003), *Anticipating and managing change : a dynamic approach to the social aspects of corporate responsibility*, Rapport pour la Commission Européenne.
- Allouche, J., Laroche, P., Noël, F. (2008). Restructurations et performances de l'entreprise : une méta-analyse. *Finance Contrôle Stratégie* 11 (2): 105-146.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2016). Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. *Journal of Business Ethics*, 1-21.
- Beaujolin-Bellet, R., Bruggeman, F., Paucard, D. (2006). Décisions de restructuration et jeux d'acteurs : la construction de l'acceptabilité sociale des licenciements accompagnés de plans sociaux. *Revue Management et Avenir* 3 (9): 65-81.
- Beaujolin-Bellet, R., Lerais, F., Paucard, D. (2012). Les modes de gestion des restructurations : quoi de neuf ? *La Revue de l'IRE* 1 (72): 3-28.
- Belkaoui, A., Karpik, P.G. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 2 (1): 36-51.
- Bourguignon, R. (2012). La transparence dans la négociation des restructurations : une analyse stratégique. *Revue Française de Gestion* 1 (220): 75-86.
- Bourguignon, R., Guyonvarch, M. (2010). La gestion des plans de restructuration en temps de crise. Bilan des activités d'expertise du cabinet Syndex.

Bruggeman, F. (2005). Plans sociaux : l'impossible accompagnement social des licenciements économiques ? *La Revue de l'IRES* 1 (47): 215-231.

Brummet, R.L., Flamholtz, E.G, Pyle, WC. (1968). Human resource measurement: a challenge for accountants. *The Accounting Review* 43 (2): 217-224.

Cameron, K.S. (1994). Strategies for successful organizational downsizing. *Human Resource Management* 33 (2): 189-211.

Capelle-Blancard, G., Couderc, N. (2006). Licenciements boursiers chez Michelin et Danone : beaucoup de bruit pour rien ? *Revue Française d'Economie* 21 (2): 55-73.

Capelle-Blancard, G., Tatu, D. (2012). Stock market reaction to layoff announcements: European evidence (2002-2010). Working paper, Université Paris 1 et European Business School.

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497-505.

Bruggeman, F. (2005). Plans sociaux : l'impossible accompagnement social des licenciements économiques ? *La Revue de l'IRES* 1 (47): 215-231.

Brummet, R.L., Flamholtz, E.G, Pyle, WC. (1968). Human resource measurement: a challenge for accountants. *The Accounting Review* 43 (2): 217-224.

Bujaki, M.L., Richardson, A.J. (1997). A citation trail review of the uses of firm size in accounting research. *Journal of Accounting Literature* 16: 1-27.

Bushee, B.J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.

Byard, D., Hossain, M., Mitra, S. (2007). US oil companies' earnings management in response to hurricanes Katrina and Rita. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (6): 733-748.

Cahan, S.F. (1992). The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political-cost hypothesis. *The Accounting Review* 67 (1): 77-95.

Cahan, S.F., Chavis, B.M., Elmendorf, R.G. (1997). Earnings management of Chemical firms in response to political costs from environmental legislation. *Journal of Accounting Auditing and Finance* 12 (1): 37-65.

Cameron, K.S. (1994). Strategies for successful organizational downsizing. *Human Resource Management* 33 (2): 189-211.

Campinos-Dubernet, M. (2003). Des restructurations discrètes : reconstruire l'emploi face à la mondialisation. *Travail et Emploi* 95: 41-57.

Capelle-Blancard, G., Couderc, N. (2006). Licenciements boursiers chez Michelin et Danone : beaucoup de bruit pour rien ? *Revue Française d'Economie* 21 (2): 55-73.

Capelle-Blancard, G., Tatu, D. (2012). Stock market reaction to layoff announcements: European evidence (2002-2010). Working paper, Université Paris 1 et European Business School.

Cappelletti, L. (2010). Vers un modèle socio-économique de mesure du capital humain ? *Revue Française de Gestion* 8 (207): 139-152.

Cascio, W.F. (1993). Downsizing: What we know? What have we learned? *Academy of Management Executive* 7 (1): 95-104.

Cascio, W.F., Wynn, P. (2004). Managing a downsizing process. *Human Resource Management* 43 (4): 425-436.

- Cascio, W.F., Young, C.E., Morris, J.R. (1997). Financial consequences of employment change decisions in major U.S. corporations. *Academy of Management Journal* 40 (5): 1175-1189.
- Chalos, P., Chen, C.J.P. (2002). Market reaction and post announcement financial performance. *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (5): 847-870.
- Chavent, M., Ding, Y., Fu, L., Stolowy, H., Wang, H. (2006). Disclosure and determinants studies: an extension using the divisive clustering method. *European Accounting Review* 15 (2): 181-218.
- Chen, P., Mehrotra, V., Sivakumar, R., Yu, W.W. (2001). Layoffs, shareholders' wealth, and corporate performance. *Journal of empirical Finance* 8 (2): 171-199.
- Cho, C.H. (2009). Legitimation strategies used in response to environmental disaster: A French case study of Total's Erika and AZF incidents. *European Accounting Review* 18 (1): 33-62.
- Cho, C.H., Laine, M., Roberts, R.W., Rodrigue, M. (2015). Organized hypocrisy, organizational façades, and sustainability reporting. *Accounting, Organizations and Society* 40: 78-94.
- Cho, C.H., Patten, D.M., Roberts, R.W. (2006). Corporate political strategy: An examination of the relation between political expenditures, environmental performance, and environmental disclosure. *Journal of Business Ethics* 67 (2): 139-154.
- Chiu, S.-C., & Sharfman, M. (2009). Legitimacy, visibility, and the antecedents of corporate social performance: An investigation of the instrumental perspective. *Journal of Management*.
- Elayan, F.L., Swales, G.S., Maris, B.A., Scott, J.R. (1998). Market reactions, characteristics and the effectiveness of corporate layoffs. *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (3/4): 329-51.
- Flammer, C. (2013). Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors. *Academy of management Journal*, 56(3), 758-781, doi:10.5465/amj.2011.0744.
- Flammer, C. (2015a). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568.
- Flammer, C. (2015b). Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization. *Strategic management journal*, 36(10), 1469-1485.
- Flammer, C., & Luo, J. (2014). Corporate social responsibility as a remedy for moral hazard? Evidence from a quasiexperiment. Working paper.
- Freeman, S.J., Cameron, K.S. (1993). Organizational downsizing: a convergence and reorientation framework. *Organization Science* 4 (1): 10-29.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*: Boston: Pitman.
- Friedman, H. L., & Heinle, M. S. (2014). Taste, information, and asset prices: Implications for the valuation of CSR. *Review of accounting studies*, 1-28.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*: University of Chicago press.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York*, 122-124.

- Gillet-Monjarret, C., Martinez, I. (2012). La vérification sociétale des entreprises du SBF 120 : l'impact de la structure de propriété et du conseil d'administration. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 18 (3): 43-66.
- Igalens J, Vicens C. (2005). Vers des restructurations socialement responsables ? *Management & Avenir*. ;3(1):101.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53-72.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 115(2), 304-329,
- Mäkelä, H., Näsi, S. (2010). Social responsibilities of MNCs in downsizing operations. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 23 (2): 149-174.
- McKnight, P.J., Lowrie, A., Coles, C. (2002). Investor reactions, social implications and layoff announcements in UK: a comparison between periods. *Journal of Management and Governance* 6 (1): 83-100.
- Mishra, S., & Modi, S. B. (2016) Corporate Social Responsibility and Shareholder Wealth: The Role of Marketing Capability. *Journal of Marketing*, 80(1), 26-46.
- Noël, F. (2004). Les suppressions d'emplois : entre contraintes économiques et pressions sociales. Paris: Vuibert, collection FNEGE.
- Marie-Anne Verdier. Les choix comptables des dirigeants lors des réductions d'effectifs : contribution à l'hypothèse des coûts politiques. *Gestion et management*. Université Toulouse 1 Capitole, 2015.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- Zyglidopoulos, S. C., Georgiadis, A. P., Carroll, C. E., & Siegel, D. S. (2012). Does media attention drive corporate social responsibility? *Journal of Business Research*, 65(11), 1622-1627.