



HAL
open science

LES RÉACTIONS DU MARCHÉ À L'ANNONCE DE PROGRAMMES DE REDUCTION DES COUTS : UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE SUR LES ENTREPRISES DU CAC 40

Laurent Deville, Marion Soulerot, Samuel Sponem

► **To cite this version:**

Laurent Deville, Marion Soulerot, Samuel Sponem. LES RÉACTIONS DU MARCHÉ À L'ANNONCE DE PROGRAMMES DE REDUCTION DES COUTS : UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE SUR LES ENTREPRISES DU CAC 40. Comptabilité et Connaissances, May 2005, France. pp.CD-Rom. halshs-00581183

HAL Id: halshs-00581183

<https://shs.hal.science/halshs-00581183>

Submitted on 30 Mar 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES RÉACTIONS DU MARCHÉ À L'ANNONCE DE PROGRAMMES DE REDUCTION DES COUTS : UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE SUR LES ENTREPRISES DU CAC 40

Laurent DEVILLE, Chargé de recherche CNRS, DRM-CEREG, Université Paris Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75775 Paris Cedex 16, laurent.deville@dauphine.fr

Marion SOULEROT, Allocataire, DRM-CREFIGE, Université Paris Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75775 Paris Cedex 16, soulerot@crefige.dauphine.fr

Samuel SPONEM, ATER, DRM-CREFIGE, Université Paris Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75775 Paris Cedex 16, sponem@crefige.dauphine.fr

Résumé :

Cette recherche exploratoire réalisée sur les entreprises du CAC 40 entre 2000 et 2003 montre que les annonces de programmes de réduction de coûts ont un impact positif sur les cours de bourse. Les réactions du marché dépendent de la santé financière de l'entreprise mais sont indépendantes du contenu informatif de l'annonce.

Mots clés : réduction des coûts, étude d'événement, annonce, découplage

Abstract :

This exploratory research, realized on the firms that constituted the CAC 40 index from 2000 to 2003, shows that cost reduction programs announcements have a positive impact on shareholders value. Stock market reactions depend on whether firms are in financial crisis or not but are independant of their informative content.

Key words: cost reductions, event study, announcement, decoupling

Introduction

« Optimax », « Programme TOP », ou encore « Cost Challenge » sont autant d'exemples de programmes lancés ces dernières années par des grands groupes français pour réduire leurs coûts. Affichant des objectifs souvent très ambitieux, ils font l'objet d'une communication intensive à destination des analystes et des marchés financiers. La question se pose alors de savoir dans quelle mesure les marchés sont effectivement sensibles à ce type d'annonces. La littérature financière s'est largement intéressée à un problème voisin, celui de la réaction des marchés aux annonces de suppressions d'emplois¹. Tant en France (Hubler *et al.*, 2004) qu'aux Etats-Unis (Nixon, Hitt, Lee et Jeong, 2004) les principales études montrent que ces annonces ont un impact généralement négatif mais faible sur les marchés financiers. Les annonces de licenciements sont donc interprétées comme véhiculant des informations négatives sur la situation financière de l'entreprise et ses perspectives futures plutôt que comme des décisions susceptibles d'améliorer l'efficacité opérationnelle de l'entreprise et par là d'accroître sa valeur. Cependant, les programmes de réduction de coûts, bien qu'ils puissent induire des suppressions d'emplois, ne reposent pas uniquement sur le levier de la réduction d'effectifs.

En France, les annonces de programmes de réduction de coûts se sont surtout développées à partir de la deuxième partie des années 90. En dépit de leur visibilité dans la presse et du recours croissant des grandes entreprises à ces programmes, leur contenu exact demeure mal connu. Certains programmes font explicitement références à des licenciements ou des cessions d'actifs, d'autres se limitent à l'annonce d'un objectif d'économies, certains présentent un calendrier précis alors que d'autres n'annoncent qu'une échéance. L'objet même de notre étude apparaît difficile à définir au premier abord. Il convient donc d'en préciser les contours avant d'envisager de mesurer l'impact de ces programmes sur les marchés financiers. Des entretiens auprès de responsables de ce type de programmes doivent donc être réalisées pour définir ce qui est entendu dans cet article par programme de réduction de coûts.

Les études réalisées sur les effets d'annonce (en particulier sur les effets des annonces de licenciements) montrent que l'impact d'une annonce est fonction de la situation de l'entreprise et notamment du fait qu'elle soit en crise ou non. Nous examinerons donc l'impact des programmes de réduction de coûts au regard de la situation de l'entreprise. De plus, il semblerait que, dans certains cas, les dirigeants utilisent ce type d'annonces pour se légitimer face à leurs actionnaires sans préciser concrètement les modalités de mise en œuvre des programmes. Nous nous demanderons donc si les réactions du marché diffèrent en fonction du contenu informatif des annonces.

Notre échantillon est composé des programmes de réduction des coûts annoncés par onze entreprises du CAC 40 entre 2000 et 2003. Pour cet échantillon, nous observons un impact positif significatif des annonces sur les cours de bourse, et ce quel que soit leur contenu informatif quant aux modalités de mise en œuvre. Ainsi, il semble bien que les programmes de réduction de coûts se distinguent des annonces de licenciements dans le type

¹ On pourra se référer à Hubler, Meschi et Schmidt (2004) pour une revue de littérature sur le sujet.

d'informations qu'ils transmettent, et ce quand bien même ils feraient appels à des réductions d'effectifs. Enfin, la situation de l'entreprise au moment de l'annonce modifie fortement le niveau de réaction du marché : les entreprises en situation de crise profitent plus de ces annonces.

La suite de l'article est organisée comme suit. Nous définissons dans une première section la notion de « programme de réduction des coûts » grâce à une étude qualitative. Cette étude et la littérature nous permettent, dans une deuxième section, d'émettre des hypothèses relatives à l'impact attendu des annonces de programmes de réduction de coûts sur le cours boursiers des titres concernés. Nous présentons dans une troisième section la sélection de l'échantillon ainsi que la méthodologie suivie. Enfin, la dernière section de l'article est consacrée à la présentation des résultats empiriques de l'étude d'événement.

2. Une définition des programmes de réduction de coûts annoncés aux marchés financiers

En dépit d'une forte présence dans la communication des dirigeants depuis le milieu des années 90, très peu de recherches académiques ont été menées sur les programmes de réduction de coûts. Une étude exploratoire ainsi que l'analyse des informations disponibles dans la presse et sur les sites internet des organisations qui ont annoncé des programmes de réduction de coûts ont donc été réalisées pour définir ce qu'est un programme de réduction de coûts.

L'étude exploratoire est constituée de cinq entretiens réalisés sur ce thème dans trois entreprises ayant annoncé un programme de réduction de coûts et un cabinet de conseil :

- Groupe A : responsable de l'amélioration de la performance et adjoint du responsable de la structure centrale du programme ;
- Groupe B : directeur général du groupe ;
- Groupe C : directeur des programmes d'efficacité achats et systèmes d'information ;
- Cabinet de conseil : associé spécialiste des programmes de réduction de coûts.

Elle permet, dans un premier temps, d'identifier les spécificités des programmes de réduction de coûts annoncés aux marchés financiers par les entreprises (1.1). Elle nous conduit, dans un second temps, à nous interroger sur les l'utilisation des programmes de réductions de coûts comme outils de discussion avec les marchés financiers (1.2).

Cette section permettra donc de définir ce qui est entendu dans cet article comme un programme de réduction de coûts.

2.1. Les caractéristiques des programmes de réduction de coûts

La recherche exploratoire réalisée montre que les programmes de réduction de coûts annoncés au public partagent un certain nombre de caractéristiques.

D'abord, les délais mentionnés sont souvent semblables : les trois programmes sur lesquels des données ont été collectées comportent une échéance triennale.

Ensuite, ces programmes sont engagés au plus haut niveau de l'organisation. A ce titre ils portent sur l'ensemble de l'organisation et ne peuvent réussir qu'avec un engagement fort de la direction.

Lorsque l'on veut améliorer les processus, premièrement il faut que l'idée vienne du plus haut possible, c'est-à-dire de la part des directeurs exécutifs, du COMEX, parce que, s'il n'y a pas une impulsion depuis le haut, ça n'avance pas, ça c'est clair. [...]

Il faut avoir une volonté très forte de le faire, une volonté du Président, relayée au sein même du COMEX. C'est le directeur financier qui porte le programme, c'est lui le sponsor, et c'est donc une très forte légitimité. Après nous, derrière, ça nous permet d'avoir une structure centrale légère, parce qu'effectivement, il y a une très forte légitimité... (Adjoint du responsable de la structure centrale du programme, Groupe A)

La décision doit être prise au sein du COMEX sans quoi des forces centripètes partent dans tous les sens. (Associé, Cabinet de conseil)

Enfin, ces programmes se caractérisent par des annonces de cession d'actifs (a), une rationalisation des dépenses (b) et des annonces de réduction des effectifs (c).

a) Les cessions d'actifs traduisent une volonté de nombreux dirigeants, échaudés par des tentatives manquées de diversification, de recentrer les activités de leur groupe sur leur cœur de métier.

Un exemple : en 1999, avait été lancée une activité qui était du commerce en ligne de CD, de DVD et de livres, ce qui serait aujourd'hui la marque « fnac.com » à la différence que, qui dit la marque Fnac, dit savoir-faire Fnac ! Je pense qu'à cette période là, il y a beaucoup d'activités qui ont été lancées en pensant que ça pouvait avoir un énorme potentiel. Bon un an plus tard, l'analyse était déjà faite : c'était 100 millions de francs de perte par an à l'époque. L'action, là, elle consiste à dire « on arrête, on ferme, c'est terminé ». (Directeur général, Groupe B)

b) La rationalisation des dépenses constitue une mesure essentielle des programmes de réduction de coûts.

Dans ce genre de plan, vous avez des natures d'action qui sont différentes. Je dirais que la première couche c'est vraiment ce qui saute aux yeux et qui nécessite seulement une décision : je garde ou je ne garde pas ? On a donc été plus rapides sur les économies au démarrage notamment sur toute une série de fermetures ou de cessions qui sont vraiment la première couche. La deuxième couche, c'est tous les coûts centraux sur lesquels il peut y avoir au départ un écrémage et puis la troisième, après, c'est du changement de process. Donc voilà les trois paliers. (Directeur général, groupe B)

Elle passe essentiellement par une rationalisation des achats et des fonctions support. De nombreux manuels et articles de presse, essentiellement à destination des professionnels, foisonnent ainsi de bonnes recettes pour diminuer les coûts (Chalvidant, Le Gougec et Brongniart, 2003 ; Copeland, 2000 ; Henkoff, 1990) et plus particulièrement les coûts d'achat (Hannon, 2004), de production (Shields et Young, 1991), de distribution (Anonyme, 1965), de marketing (Fogg et Kohnken, 1978 ; Goldmann, 1991) ou encore les frais généraux (Anonyme, 2003 ; Day, 1984 ; Voss, 1994). Cependant, à l'ère de la société de services, et après que l'engouement pour les méthodes de production japonaises ait concentré l'attention sur les économies dans la fonction production, l'effort se reporte aujourd'hui sur la rationalisation de l'ensemble des fonctions support. Les actions engagées pour cela sont bien souvent les mêmes que celles qui ont permis de réduire les coûts de production, comme en témoigne l'intérêt porté à l'amélioration des processus.

Il faut déjà bien choisir les processus et donc leur rôle principal, c'est de choisir les processus, c'est de faire le reengineering. Et puis une fois que le COMEX a dit « Voilà, dans cette liste de processus, ce sont ceux là qu'il faut traiter », en fonction notamment de critères de gains, c'est

décidé au plus haut niveau, il faut ensuite avoir les moyens de le faire. Donc il faut des chefs de projet et à ces chefs de projet, on leur donne des outils, des méthodes en fait. [...] Le rendement d'un process c'est le temps de valeur ajoutée divisé par un temps total qui comprend le temps de valeur ajoutée avec le temps d'attente parfois, le temps de transfert du dossier, le temps de contrôle... Et donc l'amélioration des processus ordinairement augmente fortement le rendement. (Responsable de l'amélioration de la performance, Groupe A)

Pour mettre en œuvre ces mesures, les entreprises ont recours à des benchmarks. Elles procèdent ainsi à des comparaisons de leur processus en interne et en externe pour repérer les inefficiences et promouvoir les meilleures pratiques.

On benchmark, on compare, on mesure et puis quand on a trouvé une entité ou une usine qui fait mieux que les autres, à ce moment là, cette pratique, on la perfectionne, on la porte à un niveau entre guillemets de « perfection » et puis ensuite, on la déploie en gros partout où c'est applicable. (Directeur des programmes d'efficacité achats et systèmes d'information, Groupe C)

Toute l'idée c'est de dire que c'est payant de répondre aux principales questions du patron à qui l'on demande de faire des économies de frais généraux. Lorsqu'il dit : « Je travaille bien alors des économies, je ne vois pas bien où je peux encore en faire ? », on essaye d'apporter la réponse par des benchmarks, en disant « Et bien voilà, là, par rapport à telle autre entité, vous n'êtes pas très bien classé donc essayez de creuser ». C'est une première réponse et puis ensuite, il vous dit : « D'accord, vous me dites que je peux faire des économies dans tel domaine mais comment ? ». Et là, on ne lui demande pas de faire une étude ou des groupes de travail qui prendraient beaucoup de temps, on fait en sorte qu'il ait l'information. La réponse est dans une liste de « best practices », une liste des meilleures pratiques. Cette liste est disponible sur un site intranet qui permet de consulter dans tel domaine, par exemple, les études qui ont déjà été faites et les mesures appliquées dans telle entité avec les coordonnées du responsable pour éventuellement le contacter. (Responsable de l'amélioration de la performance, Groupe A)

c) Enfin, la troisième mesure, qui accompagne parfois les deux premières, est la réduction des effectifs. L'application de cette dernière se fait néanmoins sous le nécessaire respect des contraintes légales :

On était en situation de crise et on devait générer une réelle transformation en ne se permettant pas la facilité du plan social massif. C'est quand même vachement facile de faire de la refonte de processus quand on peut virer tout le monde. Une des spécificités de notre programme, c'est quand même de faire avec la contrainte du tempo social ou du tempo RH, c'est-à-dire que les gens vont partir avec les retraites, ou sur la base du volontariat, mais on ne peut pas se débarrasser du personnel comme ça ! (Adjoint du responsable de la structure centrale du programme, Groupe A)

Au final, les programmes de réduction de coûts analysés dans cette étude exploratoire présentent des traits communs qui permettent de les distinguer des simples plans de licenciement ou de recentrage. En effet, ils affichent généralement une ambition de réduction des coûts au sens large. Certes, ils peuvent contenir des mesures de désinvestissements ou de réductions d'effectifs mais ils ne s'y limitent pas. La réduction des coûts opérationnels par la rationalisation des dépenses (notamment d'achat et des fonctions supports) constitue ainsi le cœur de ces programmes.

Le Tableau 1 résume les caractéristiques des programmes de réduction de coûts sur lesquels des données ont été collectées au cours de l'étude exploratoire.

Responsabilité	Membre du comité exécutif
Etendue	Toute l'organisation
Périodicité	3 ans
Contenu	<ul style="list-style-type: none"> - Rationalisation des coûts - Cession d'actifs - Diminution d'effectifs

Mise en oeuvre	Amélioration des processus via des benchmarks internes et externes et la diffusion des meilleures pratiques
----------------	---

Tableau 1- Programmes de réduction de coûts : caractéristiques

2.2. Les programmes de réduction de coûts comme outil de communication avec le marché financier

Les données collectées dans la presse ainsi que l'étude exploratoire réalisée mettent en exergue les enjeux externes des programmes de réduction des coûts. L'analyse de l'annonce du programme de réduction de coûts de France Telecom est révélatrice à cet égard.

Dès le 2 décembre 2002, soit deux jours avant l'annonce officielle du lancement du programme TOP « Total Operational Performance » par France Télécom, les analystes trépignent d'impatience et la presse spécialisée fait monter la pression en indiquant que « Le marché parisien sera rivé à la présentation de la nouvelle stratégie de France Télécom »². En effet, l'automne 2002 marque l'une des plus importantes crises que le groupe ait traversé depuis l'ouverture de son capital en 1997 et à l'aube d'une semaine cruciale pour le groupe, la presse ne manque pas de revenir sur sa situation déplorable. La dette s'élève à 70 milliards d'euros et France Télécom doit prestement résoudre ses problèmes de liquidité. L'arrivée de Thierry Breton à la Présidence le 3 octobre semble avoir quelque peu rassuré le marché, le cours passant de 6,94 euros le 30 septembre à 18 euros le 29 novembre, mais les investisseurs sont dans l'expectative de nouvelles mesures. L'ensemble de la communauté financière attend donc la présentation d'un programme de réduction des coûts qu'elle qualifie déjà unanimement de « drastique »³. Ce même jour, BNP Paribas Equities relève l'objectif du cours de l'action France Télécom de 12 à 14,5 euros au motif « qu'il s'attend à ce que le nouveau président de France Télécom Thierry Breton annonce jeudi [le 5 décembre] un plan d'économie d'au moins 10 milliards d'euros sur trois ans »⁴. Ainsi, il semble que la semaine démarre dans un climat positif, les analystes se montrant plutôt confiants. Le 3 décembre, la presse revient, bien sûr, sur le cas France Télécom en commentant les changements pressentis à la direction ainsi que les éventuelles réductions d'effectifs⁵. Les amitiés et inimitiés n'étant pas un secret pour les observateurs avisés, les remaniements de direction, inéluctables lors d'un changement de Président, ne présentent que peu de suspens. Concernant les effectifs, en revanche, « les rumeurs les plus folles courent, impossibles à vérifier ou à infirmer, et les salariés sont de plus en plus inquiets. »⁶. Un communiqué Reuters annonce vers 14h la convocation des syndicats à une réunion d'urgence à 16h⁷. La journée du 3 décembre est donc placée sous le signe de l'apaisement social. Cet enjeu explique aussi la mise en place d'un dispositif de communication spécifique dans lequel aucun acteur n'est oublié : « Mercredi, après le conseil d'administration qui se tiendra en fin d'après-midi, le PDG réunira à 23 heures le comité exécutif et les directeurs régionaux. Jeudi, dès 8 heures du matin, sera organisée une conférence téléphonique avec les 400 principaux cadres, puis en début d'après-midi une autre avec les cadres internationaux. Trois interventions sont prévues sur le circuit de télévision interne. Une conférence avec les analystes sera organisée dans l'après-midi. Quant aux médias,

² La Tribune (02/12/2002)

³ Les Echos et La Tribune (02/12/2002)

⁴ Reuters (02/12/2002, 12h23)

⁵ Les Echos et La Tribune (03/12/2002), Reuters (03/12/2002, 16h29)

⁶ Les Echos (03/12/2002)

⁷ Reuters (03/12/2002, 14h19)

une rencontre avec la presse est programmée en fin de matinée et une intervention télévisée le soir. Thierry Breton est conscient, en effet, qu'il faut aussi gagner la bataille médiatique. »⁸. Jeudi 4 décembre, journée tant attendue, France Télécom fait les gros titres de la presse spécialisée mais il va encore falloir patienter car le conseil d'administration ne se réunira qu'après la clôture de la Bourse de Paris⁹. 22h45 : le premier communiqué Reuters tombe¹⁰. Une source proche du conseil d'administration annonce une augmentation de capital de 15 milliards d'euros et un vaste plan de réduction des coûts dont le montant n'est pas révélé. Les changements pressentis à la tête du groupe sont entérinés. 23h22 : un second communiqué de l'agence Reuters vient compléter le précédent précisant cette fois les trois axes d'amélioration contenus dans le plan « Ambition FT 2005 » de Thierry Breton : 15 milliards d'euros de réduction de la dette par augmentation des cash flows grâce au « programme TOP », 15 milliards de renforcement des fonds propres et 15 milliards de refinancement de la dette. L'effort sera donc équilibré entre les salariés, les actionnaires et les marchés obligataires et bancaires¹¹. A 23h52, un autre communiqué confirme le soutien de l'Etat à travers les propos de Francis Mer, alors Ministre de l'Economie et de l'Industrie¹². Pas moins de quatre autres communiqués seront diffusés par Reuters dans la nuit du 4 au 5 décembre¹³. L'un d'eux mentionne la relative circonspection de certains spécialistes qui préfèrent se montrer prudents « Déplorant le flou sur les mesures de restructuration : "L'avance d'actionnaire était connue. On attendait surtout des précisions sur les réductions de coût. Ce n'est pas concluant", a dit un expert d'un courtier parisien »¹⁴. Le vendredi 5 décembre au matin, les intéressés peuvent enfin lire le dénouement du feuilleton économique de la semaine. La Presse annonce les différentes mesures qui ont été adoptées la veille au soir. Il est surtout question du renforcement des fonds propres auquel l'Etat va contribuer à hauteur de 9 milliards sur les 15 milliards souhaités. Les différents mouvements à la tête du groupe sont également largement commentés tout comme l'absence de plan social malgré la diminution des effectifs de 22000 personnes en trois ans¹⁵. Les grandes lignes du « programme TOP » sont également dévoilées : « Un plan «Top» a été ouvert pour traquer les réductions de coûts possibles : 100 projets ont été identifiés, a fait savoir le nouveau PDG. Parmi les chantiers en cours, une réduction des frais généraux, des budgets publicitaires, du besoin en fond de roulement ou encore une rationalisation de l'occupation des locaux. »¹⁶. Ainsi, France Télécom annonce concrètement, conjointement aux objectifs du programme, les mesures qui vont être prises en ce sens. Il faut noter que cette relative précision du contenu du programme au jour même de l'annonce est assez rare dans les cas recensés.

Cet exemple permet d'illustrer, à travers une revue de presse, les échanges qui se nouent entre l'entreprise et la communauté financière lors de l'annonce d'un programme de réduction des coûts et ainsi d'appréhender la dimension communication avec les marchés financiers. Les entretiens réalisés lors de la phase exploratoire semblent confirmer cette tendance :

Et je crois que, vous savez, dans la façon dont on communique, si les analystes aiment quelque

⁸ Les Echos (03/12/2002)

⁹ La Tribune (04/12/2002)

¹⁰ Reuters (04/12/2002, 22h45)

¹¹ Reuters (04/12/2002, 23h22)

¹² Reuters (04/12/2002, 23h52)

¹³ Reuters (05/12/2002, 0h44, 01h17, 02h41 et 02h59)

¹⁴ Reuters (05/12/2002, 02h59)

¹⁵ Les Echos et La Tribune (05/12/2002)

¹⁶ Reuters (05/12/2002, 16h12)

chose, on le fait et s'ils n'aiment pas trop... bon, on a tendance à aller dans le sens de ce qu'ils attendent c'est quelques fois dans la forme mais c'est quelques fois aussi dans le fond (Directeur général, Groupe B)

L'étude exploratoire permet donc d'identifier les caractéristiques internes des programmes de réduction des coûts mais aussi d'appréhender leur portée externe. Cette première étape aboutit à la proposition d'une définition des programmes de réduction des coûts qui sera utilisée dans la suite de la recherche :

Un « programme de réduction des coûts » est un programme annoncé publiquement contenant des mesures de réduction des coûts (recentrage, rationalisation des dépenses, et/ou licenciements) qui portent sur la totalité de l'organisation.

Cette définition conduit notamment à ne pas considérer comme « programmes de réduction des coûts », des plans qui consisteraient uniquement à réduire les effectifs sans autres mesures de réduction des coûts ou encore des projets qui ne concerneraient qu'un périmètre partiel de l'organisation.

3. Les hypothèses de recherche

Plusieurs recherches se sont concentrées sur l'impact de l'annonce de plans de réduction d'effectifs sur les marchés financiers. Ces études montrent pour la plupart que l'influence sur les marchés est négative (Abowd et Milkovich, 1990 ; Elayan, Swales, Maris et Scott, 1998 ; Nixon *et al.*, 2004 ; Worrell, Davidson III et Sharma, 1991). En effet, cette réduction d'effectifs peut signaler des problèmes financiers de l'entreprise (Worrell *et al.*, 1991) ou laisser craindre une diminution du capital humain de celle-ci qui sera préjudiciable à terme à sa performance (Nixon *et al.*, 2004). Il semble en outre, que plus les licenciements sont importants et plus l'annonce a un effet négatif (Elayan *et al.*, 1998 ; Nixon *et al.*, 2004 ; Worrell *et al.*, 1991).

Globalement, les effets négatifs de l'annonce de ces plans de licenciement sur le cours de bourse demeurent relativement faibles (Chalos et Chen, 2002). De plus, lorsque les réductions d'effectifs sont l'occasion de réallocations de ressources, elles sont vues comme « un moyen de réduire les coûts (d'accroître l'efficacité) sans diminuer la capacité de l'entreprise à créer et soutenir un avantage compétitif » (Nixon *et al.*, 2004, p. 1123). Dans ce cas, Nixon *et al.* (2004) montrent que les marchés réagissent positivement à ce type d'annonce.

Dans le même sens, Chalos et Chen (2002) montrent que les réductions d'effectifs liées au recentrage ont un impact positif sur le cours de bourse. En revanche, l'hypothèse d'un impact positif des réductions d'effectifs de type « cost cutting » est rejetée du fait du manque de significativité du résultat (Chalos et Chen, 2002).

Au final, le sens de l'impact des réductions de coûts sur les marchés est difficile à évaluer. Si les dirigeants qui mettent en place ce type de plan sont convaincus de leur impact positif, plusieurs études tendent à montrer que les simples réductions d'effectifs ont un effet négatif sur les marchés. Les programmes de réductions de coûts sont cependant d'une autre nature : ils portent sur la totalité de l'entreprise et sont mis en œuvre sur plusieurs années avec pour

objectif d'améliorer l'efficacité et la productivité de l'organisation par une rationalisation de l'emploi des actifs. Ce type de décision devrait donc avoir des effets économiques à long terme sur la rentabilité des organisations et ainsi conduire à une réaction favorable des marchés sous l'hypothèse d'efficacité des marchés. Ceci nous permet de faire l'hypothèse suivante :

H1 : Les annonces de plan de réduction de coûts ont un impact favorable sur le cours de bourse

Il ressort également de notre enquête mais aussi de l'examen des situations des entreprises qui ont lancé des programmes de réduction des coûts que les motivations peuvent être de deux natures. Si la pérennité de l'organisation est fortement compromise, le programme est assimilé à un plan de sauvetage. En revanche certains groupes disposant d'une conjoncture plutôt favorable ont préféré anticiper les effets d'une éventuelle dégradation des conditions de marché en incitant l'entreprise à rompre avec certaines habitudes de confort.

Dans le premier cas de figure, l'objectif est clairement de regagner la confiance des investisseurs.

Donc ça, ça s'est fait dans l'urgence en disant : « On va le faire. On va le faire et pour vous le prouver, on s'engage à le faire », on vend ça au marché. Non seulement on le dit, mais on met en place une nouvelle organisation : des divisions, des nouveaux modes de management, des fonctions transverses et puis tous les trois mois, on vous dira, messieurs les analystes, le marché, où on en est dans [notre programme]. Ca, ça a marché, c'est-à-dire que du coup, le cours de bourse qui valait entre X euros quand le nouveau PDG est arrivé, il doit en valoir maintenant à peu près le triple. (Adjoint du responsable de la structure centrale du programme, Groupe A)

Même en dehors des situations de crise, l'annonce de programmes de réduction des coûts doit également rassurer les investisseurs :

Bon, deuxième remarque de fond, nous sommes traités en permanence par la communauté financière et je crois que dans la mise en œuvre de ce genre de plan, il faut avoir en tête qu'ils sont d'autant plus visibles et d'autant plus structurés qu'ils sont attendus par les analystes financiers, qui, comme vous le savez, scrutent très régulièrement la rentabilité des groupes comme le nôtre, les améliorations qui sont apportées, les benchmarks avec des groupes concurrents et je crois que, en dehors de la logique de la mise en place de plans, ce que beaucoup de groupes ont constaté, c'est que les analystes comprennent bien ce type d'action et la façon dont on en fait le packaging. C'est un processus qu'ils comprennent très bien, qu'ils intègrent très bien et qui les rassure. [...] Donc je crois qu'on a tous été poussés, fortement poussés par les analystes sur, quelques fois, la mise en œuvre quand ils jugeaient que la rentabilité de telle activité était inférieure à ce qu'elle devrait être, et quelques fois, parce qu'on s'est rendu compte que, à partir du moment où ça leur plaît, autant présenter les choses qui permettent de mieux valoriser l'entreprise. (Directeur général, Groupe B)

Dès lors il convient de vérifier si les marchés financiers réagissent de la même façon dans toutes les circonstances. Une question identique s'est posée quant aux annonces de licenciements : sont-elles le signal d'une mauvaise santé financière ou le signe de la volonté de résoudre les problèmes (Wertheim et Robinson, 2000) ? Selon la perspective adoptée, deux hypothèses peuvent être envisagées (Wertheim et Robinson, 2000) :

- Une annonce de licenciements dans une entreprise en crise financière peut souligner que les problèmes sont réels, qu'ils vont durer et ainsi conduire à une réaction plus négative des marchés que dans les entreprises qui ne traversent pas de crise (hypothèse de détresse financière). L'étude de Worrell *et al.* (1991) supporte cette hypothèse.
- La réduction d'effectifs dans les entreprises en situation de crise financière peut potentiellement générer des réductions de coûts et des améliorations de résultat plus

importantes que dans des entreprises saines. Une annonce de licenciements dans une entreprise en crise financière devrait donc avoir des effets positifs plus importants (hypothèse des bénéfices potentiels). L'étude d'Iqbal et Shetty (1995) semble valider cette seconde hypothèse.

Wertheim et Robinson (2000) montrent toutefois que ces hypothèses sont complémentaires : lorsque la réaction à l'annonce est négative, elle est significativement plus négative dans les entreprises en situation de crise financière ; lorsque la réaction est positive, elle est significativement plus positive dans les entreprises en situation de crise.

Le mécanisme est un peu différent pour les plans de réduction de coûts. Plus qu'une réduction d'effectifs ou une simple restructuration, ils sont présentés comme une réaction réfléchie de l'entreprise pour faire face à sa situation et dont les gains potentiels devraient être plus importants pour les entreprises en situation de crise que pour les entreprises saines. On peut donc faire l'hypothèse suivante en se référant aux gains potentiels à réaliser :

H2 : Dans les entreprises en crise, l'annonce de plans de réduction de coûts a un impact sur le cours de bourse plus fort que dans les autres entreprises

L'exemple de l'annonce du programme de réduction de coûts de France Télécom décrit ci-dessus suggère l'utilisation de ce type de programme comme un moyen de communication avec les marchés financiers. En France, ce type d'annonce semble s'être surtout développé au cours de la deuxième partie des années 90 et au début des années 2000. Pourquoi ce mode de communication avec les actionnaires est-il aujourd'hui employé par les dirigeants ? L'évolution du mode de gouvernance des entreprises ne semble pas étranger au développement de ce type de programme. Ainsi, les années 90, ont vu l'émergence en France de nouveaux modes de gouvernance. Ils se sont notamment caractérisés par un capitalisme financier dans lequel les actionnaires reprennent le contrôle des entreprises face aux dirigeants (Batsch, 2002). Ceci doit leur permettre d'améliorer le rendement des capitaux qu'ils investissent.

Comme toute organisation, les entreprises cotées sont des institutions qui doivent se conformer aux attentes sociales de leur environnement en mettant en place des structures cohérentes avec ces attentes sous peine de perdre leur légitimité (DiMaggio et Powell, 1983 ; Meyer et Rowan, 1977). Dès lors, pour faire face aux exigences des actionnaires, les dirigeants mettent en place des structures de gouvernance susceptibles de satisfaire leurs attentes (Westphal et Edwards, 2001 ; Westphal et Zajac, 1998 ; Zajac et Westphal, 2004). Westphal et Zajac (1998, 2001) montrent ainsi que les marchés financiers réagissent aux annonces de mise en place de plans d'incitation des dirigeants ou aux annonces de plans de rachats d'actions. Il apparaît toutefois que la réaction des marchés ne devient positive qu'à partir du moment où ces agencements organisationnels sont cohérents avec la logique d'agence qui domine la gouvernance d'entreprise, soit à partir du début des années 90 pour ces types d'agencements particuliers (Davis et Useem, 2002 ; Zajac et Westphal, 2004).

De manière plus surprenante, il semble que la réaction des marchés à ces annonces ne diffère pas significativement selon qu'elles soient suivies ou non d'une mise en œuvre effective (Zajac et Westphal, 2004).

Ceci se traduit par des phénomènes de découplage : les dirigeants font des annonces sans que les dispositions permettant de mettre en œuvre ces décisions ne soient prises (Westphal et Zajac, 2001) ; ils gèrent symboliquement les attentes de leurs actionnaires (Westphal et Zajac, 1998).

Les annonces de programmes de réduction de coûts semblent devoir s'inscrire dans cette logique.

Tant notre étude exploratoire que l'analyse de la presse montrent en effet que de nombreuses annonces de programmes de réduction de coûts restent évasives quant aux modalités de mise en œuvre. Il apparaît clairement que certaines font preuve d'un tel flou sur la façon dont les réductions de coûts seront mises en œuvre que les programmes semblent peu susceptibles d'affecter significativement les résultats futurs de l'entreprise. Dès lors, sous l'hypothèse d'efficience des marchés, ceux-ci ne devraient pas présenter d'impact significatif sur les cours de bourse.

Cependant, les entretiens réalisés suggèrent que les investisseurs peuvent se fier aux simples effets d'annonce. L'un de nos interlocuteurs soulève d'ailleurs un point crucial dans la relation qui se noue entre l'entreprise et les analystes financiers à partir de l'annonce du programme :

Les programmes sont souvent utilisés comme message vers la communauté financière mais les résultats, au fond, tout le monde s'en fiche ! (Associé, Cabinet de conseil)

Un découplage peut donc s'opérer entre l'annonce d'un programme et sa mise en œuvre effective : les marchés vont réagir positivement aux annonces de programmes de réduction de coûts que celles-ci contiennent des éléments explicitant les programmes (annonces « substantielles ») ou que celles-ci s'apparentent à des annonces symboliques, sans réel contenu opérationnel. Cela nous amène alors à formuler l'hypothèse suivante.

H3 : Les effets sur le cours de bourse de l'annonce d'un programme de réduction de coûts sont les mêmes que celles-ci soient « substantielles » ou symboliques

4. Méthodologie et données

Cette recherche s'appuie sur la méthode classique de l'étude d'événement. Ce type de méthode permet de déceler les effets d'un événement, en particulier sur les marchés financiers (McKinlay, 1997). Après avoir présenté l'échantillon constitué puis la classification retenue des variables explicatives, nous décrivons brièvement la méthode d'étude d'événement suivie.

4.1. Echantillon et collecte de données

L'échantillon est constitué des titres composant l'indice CAC 40. Ces titres ont une plus forte visibilité auprès des investisseurs et sont donc au premier rang des entreprises devant gérer les attentes des investisseurs sur le marché financier français¹⁷.

¹⁷ L'indice CAC 40 est géré par le Conseil Scientifique des Indices qui sélectionne 40 des titres les plus représentatifs au sein des 100 plus fortes capitalisations boursières d'Euronext Paris. La composition de l'indice est régulièrement ajusté, aussi avons-nous inclus dans notre échantillon les 50 titres ayant à un moment ou un autre appartenu au CAC 40 entre janvier 2000 et décembre 2003.

L'étude porte sur la période qui s'étend de janvier 2000 à décembre 2003. Celle-ci qui se caractérise par une présence importante de programmes de réduction de coûts.

Les annonces de plan de réduction de coûts ont été identifiées à partir des communiqués des entreprises et de Reuters. Une analyse exhaustive des Echos et de la Tribune a permis de compléter la collecte de données et de repérer les dates précises d'annonces¹⁸. Les données quotidiennes des cours de clôture des titres concernés et de l'indice CAC 40 ainsi que les versements de dividendes ont été extraits de la base de données Fininfo.

Si les programmes de réduction des coûts ont un impact sur le cours de bourse, c'est à la date d'annonce qu'il faut le mesurer. Nous avons donc cherché la date de l'annonce explicite faite par l'entreprise de son programme de réduction des coûts. Les communiqués de presse et les articles de journaux autour de la date d'annonce ont été analysés pour identifier précisément cette date et nous assurer de sa nouveauté. En effet, si l'annonce est anticipée par le marché, aucun impact ne devrait être observé sur le marché le jour de l'annonce. Cette analyse a aussi permis d'identifier l'information disponible pour les actionnaires à la date de l'annonce du plan.

Au final, onze annonces de plan de réduction de coûts ont été identifiées et sont rapportées dans le Tableau 2.

Entreprise	Date d'annonce	Nom
Air Liquide	02/03/2001	Plan d'efficacité
Alcatel	31/10/2001	
AXA	11/10/2001	
Danone group	12/03/2002	Thémis
Dexia	13/09/2001	
France Télécom	05/12/2002	Programme TOP
Lagardère SCA	29/03/2001	Plan d'Amélioration de la croissance et de la rentabilité Ensemble de plans d'action dont "Plan convergence"
PSA	28/01/2003	
Renault	12/01/2000	Plan de réduction de coûts
Suez	09/01/2003	Optimax
Veolia	24/09/2003	Plan d'efficacité veolia 2005

Tableau 2- Les annonces de plan de réduction de coûts

4.2. Le codage des variables explicatives

Pour tester les hypothèses posées dans la section 2, il nous faut identifier les caractéristiques tant de la situation de l'entreprise que du programme de réduction de coûts.

4.2.1. Situation de crise financière

Nous avons défini les entreprises en situation de crise financière en fonction de l'appréciation qu'en fait la presse ainsi que des problèmes financiers éventuels. L'analyse du contenu des annonces et de la presse permet en effet de qualifier la situation dans laquelle se trouve l'entreprise. Elle montre que quatre entreprises parmi les onze ayant annoncé un plan de réduction de coûts font de celui-ci un moyen explicite de répondre à une crise se caractérisant par une insuffisance de résultats et/ou une dette trop élevée (Annexe 2).

¹⁸ L'ensemble des communiqués et des articles utilisés est recensé en annexe 1.

4.2.2. *Annonces symboliques de programmes réduction de coûts*

Chacun des événements fait l'objet d'une analyse de contenu des communiqués de presse des entreprises. Ceci permet de distinguer :

- Les annonces de programmes de réduction de coûts « substantielles » dans lesquelles le plan est chiffré, adossé à un calendrier et où les modalités opérationnelles de réduction de coûts sont explicitées.
- Les annonces symboliques de programmes de réduction de coûts dans lesquelles aucun élément n'est apporté pour expliciter les modalités par lesquelles les réductions de coûts vont être rendues possibles.

Toutes les informations disponibles à la date d'annonce dans les communiqués d'entreprise et les journaux ont été utilisées pour coder les annonces qualifiées de « symboliques » ou de « substantielles ». Les annonces de programmes de réduction de coûts de France Telecom et Renault constituent une bonne illustration du caractère substantiel ou symbolique des programmes.

France Telecom : annonce substantielle

Lors de la conférence de presse du 5 décembre 2002, Thierry Breton présente un bilan des enseignements de la période 1997-2002 et annonce les différentes mesures contenues dans le plan « Ambition FT 2005 » du groupe France Télécom. Une large part de cette présentation est consacrée au contenu du « Programme TOP ». Sont ainsi précisés les principes clés, la nature des cent chantiers annoncés, les entités opérationnelles concernées et le calendrier des échéances. « Orange » étant la principale entité visée, les projets importants sont exposés : « rationalisation des activités hors France et Royaume Uni, en particulier au Danemark, aux Pays Bas et en Suède », « gains de productivité croissants dans la structure, le management et les opérations du Groupe concentré sur ses marchés » ou encore « adaptation des fonctions de support à la nouvelle stratégie ». Les principes de mise en œuvre sont également décrits : « analyse détaillée pilotée par sept fonctions centrales et sept unités opérationnelles : environ 100 projets identifiés », « tous les projets ont été alloués à un membre du COMEX » mais aussi « rémunération liée à la performance ».

Renault : annonce symbolique

Le 12 janvier 2000, Renault annonce un plan d'économie de 20 milliards de francs sur trois ans. Le communiqué Reuters traduit le manque d'information disponible sur ce plan de réduction des coûts : « La nouvelle est bien ressentie par le marché mais il va lui falloir de plus amples explications [...] souligne un analyste [...]. Renault a fait savoir que dans ce second plan, la part du commercial serait plus importante que dans le premier. Pour un autre analyste, qui aimerait pareillement "savoir ce qu'il y a derrière ces 20 milliards", réduire les coûts de 20 milliards sur la partie "distribution", qui ne représente que le tiers des coûts du groupe, sera une performance encore plus significative que les 20 milliards du premier plan, économisés sur des activités représentant les deux tiers des charges. "S'ils arrivent à faire un tel chiffre, ce sera un fait nouveau qui amènera à réviser à la hausse les prévisions de bénéfice de Renault", affirme-t-il [...]. Un troisième analyste [...] juge ce nouveau plan "ambitieux" et attend d'"en connaître davantage pour savoir s'il est réalisable". Pour lui, ce chiffre de 20 milliards représente le haut de la fourchette du consensus. Mais, "le marché devrait très bien prendre ce projet car il y a pas mal à gratter sur la distribution", souligne-t-il [...]. Pour l'analyste, Renault met la barre haut mais ses plans de réduction de coûts, avec Carlos Ghosn chez Nissan et avec le directeur général adjoint Pierre-Alain De Smedt chez Renault, sont conduits par "des hommes qui ont fait leurs preuves" » (Reuters, 12/01/2000, 16h16). Il semble que les éléments tangibles donnés par Renault (du moins à cette date) sont assez limités.

Le codage de l'ensemble des annonces est explicité dans l'annexe 3. Il nous permet de faire apparaître quatre annonces « substantielles » de programmes réduction de coûts et sept annonces peu précises, dites symboliques.

Le Tableau 3 synthétise le codage retenu pour qualifier les onze annonces de réduction de coûts.

Entreprises	Situation de crise financière	Annonces « symboliques » / « substantielles » de programmes de réduction de coûts
Air Liquide	non	symbolique
Alcatel	oui	symbolique
Axa	non	symbolique
Danone Group	non	substantielle
Dexia	non	symbolique
France Télécom	oui	substantielle
Lagardère SCA	non	substantielle
PSA	non	substantielle
Renault	non	symbolique
Suez	oui	symbolique
Veolia	oui	symbolique

Tableau 3- Situation de crise et annonces symboliques/« substantielles » de programmes de réduction de coûts : résultats du codage

4.3. Méthode d'étude d'événement

La méthodologie des études d'événement que nous utilisons ici est maintenant classique aussi bien en recherche en finance que, plus généralement, en gestion (McWilliams et Siegel, 1997). Elle consiste à mesurer l'impact à court terme d'un événement particulier sur les cours boursiers des entreprises concernées. Cet impact est calculé comme la différence entre la rentabilité effectivement observée sur le marché et celle qui aurait dû être observée en l'absence d'événement.

Ces différences entre les rentabilités observées et les rentabilités prévues sont appelées rentabilités anormales et mesurées comme suit :

A la date t , la rentabilité anormale, AR , du titre j est donnée par:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

avec $R_{jt} = \ln(P_t + D_t/P_{t-1})$ la rentabilité du titre j calculée à la date t à partir des cours de clôture des dates t et $t - 1$ et des dividendes éventuellement détachés à la date t et $E(R_{jt})$ la rentabilité théorique de ce titre ce même jour.

En l'absence d'annonce de plan de réduction de coûts, nous supposons que les rentabilités des titres sont décrites par le modèle de marché (Brown et Warner, 1985) suivant :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

avec R_{jt} la rentabilité du titre j à la date t ,

R_{mt} la rentabilité de l'indice de marché à la même date,

α_j , la constante,

β_j le risque systématique du titre j ,

et ε_j un terme d'erreur d'espérance nulle, dont l'écart-type peut constituer une mesure du risque non-systématique du titre j .

Les paramètres α et β du modèle de marché ont été estimés pour chaque titre par régression linéaire sur la période précédant la date d'annonce de -160 à -10 jours en utilisant l'indice CAC 40 comme indice de marché.

Un autre point capital concernant les choix méthodologiques de ce type d'études consiste à déterminer la taille de la fenêtre d'événement, c'est-à-dire la période sur laquelle les rentabilités anormales seront cumulées. Les rentabilités anormales peuvent ensuite être agrégées sur l'ensemble de l'échantillon. On note AAR_t , la rentabilité anormale moyenne pour une journée donnée t par rapport à l'événement :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{tj}$$

avec N , le nombre de titres dans l'échantillon.

Dans un premier temps, les rentabilités anormales moyennes sont calculées pour le jour de l'annonce (fenêtre $[0 ; 0]$). Un allongement des fenêtres avant la date d'événement permet de prendre en compte d'éventuelles fuites ou rumeurs concernant l'annonce à venir et des réactions anticipées de certains investisseurs. Dans ce cas, les rentabilités anormales moyennes sont cumulées sur une fenêtre particulière $[t_1 ; t_2]$ et la rentabilité anormale moyenne cumulée est calculée comme suit :

$$CAAR_{t_1:t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

Toutefois, une extension trop importante de la fenêtre a pour conséquence d'accroître le risque de voir des événements concomitants biaiser les résultats par leur impact propre sur les rentabilités. Ainsi, dans un second temps, les rentabilités moyennes sont cumulées sur les fenêtres $[-1 ; +1]$ et $[-5 ; +5]$.

Afin de tester la significativité des rentabilités anormales, nous utilisons la statistique développée par Boehmer *et al.* (1991) qui présente l'avantage d'incorporer l'information à la fois de la période d'estimation et de la fenêtre d'événement, et donc de ne pas être affectée par des changements de variance induits par l'événement. Les rentabilités anormales (cumulées ou non) sont standardisées par l'écart-type des rentabilités sur la période d'estimation pour donner les rentabilités anormales standardisées ($SCAR$) et la statistique de Boehmer *et al.* (1991) (que nous noterons BMP par la suite) est donnée par :

$$t_{BMP} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N SCAR_j}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{j=1}^N \left[SCAR_j - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N SCAR_j \right]^2}}$$

Toutefois, étant donnée la faiblesse de la taille de notre échantillon, les propriétés statistiques du test précédent sont sujettes à caution, aussi présentons-nous aussi les statistiques classiques du test non-paramétrique de signes données par :

$$t_{sign} = \frac{(P - 0,5)}{\sqrt{\frac{0,25}{N}}}$$

avec P , la proportion de titres présentant une rentabilité anormale positive.

Enfin, nous utilisons la statistique de Wilcoxon portant sur la somme des rangs pour tester la différence entre les rentabilités anormales des deux groupes.

5. Les résultats empiriques

Les résultats obtenus sont présentés dans un premier temps pour l'ensemble des annonces puis dans un second temps en distinguant la situation dans laquelle l'annonce a été faite et enfin son contenu. Les résultats de l'étude d'événement semblent valider les hypothèses formulées initialement. Il convient toutefois de faire preuve d'une grande précaution dans leur interprétation compte tenu de la petite taille de l'échantillon constitué.

5.1. La réaction du marché à l'annonce des programmes de réduction des coûts

Les rentabilités anormales ont été calculées sur trois fenêtres : le jour de l'annonce, du jour précédant l'annonce au jour suivant l'annonce et de cinq jours avant jusqu'à cinq jours après l'annonce. Les rentabilités anormales cumulées sur ces trois fenêtres ainsi que les tests statistiques sont rapportés dans le Tableau 4.

Fenêtre	CAAR (%)	t_{BMP}	# pos	Test de signes
[0 ;0]	4,796	5,37***	11	3,32**
[-1 ;+1]	5,907	3,01**	8	1,51
[-5 ;+5]	6,822	1,75*	8	1,51

Tableau 4- Rentabilités anormales cumulées pour l'échantillon complet (La taille de l'échantillon est de 11 événements ; *, **, * signifient un rejet de l'hypothèse nulle aux seuils respectifs de 10%, 5% et 1%).**

Les annonces de programmes de réduction de coûts se traduisent par une rentabilité anormale de près de 4,8% le jour de l'annonce, significative au seuil de 1% d'après le test BMP. On notera aussi que ce jour-là la rentabilité anormale est positive pour l'ensemble des onze titres de l'échantillon. Les plans de réductions de coûts entraînent une réaction favorable importante du marché, ce qui vient conforter notre hypothèse H1.

Il nous semble important de mettre ce résultat en perspective avec ceux obtenus dans le cadre d'études portant sur les licenciements, et plus particulièrement celle de Hubler *et al.* (2004) réalisée sur les entreprises françaises de 1992 à 2001. Ils montrent en particulier que l'impact global de ce type d'annonces n'est pas significatif mais mettent en évidence des réactions négatives faiblement significatives dans certains secteurs, pour des annonces de source syndicale ou encore quand celles-ci représentent une part importante de l'effectif total. Ce type de résultat est conforme à ce qui a été mis en évidence sur le marché américain où de manière générale les annonces de réductions d'effectifs ont un impact négatif ou non significatif sur le cours de bourse (Elayan *et al.*, 1998 ; Nixon *et al.*, 2004 ; Worrell *et al.*, 1991).

Ceci montre que si les programmes de réduction de coûts intègrent souvent des licenciements, ils ne se réduisent pas à cela et ne sont pas perçus comme tels par les investisseurs. Ainsi, les caractéristiques spécifiques de ces programmes, mises en évidence dans l'étude exploratoire, donnent aux licenciements associés une considération d'efficacité qu'ils n'ont pas

nécessairement quand ils ne sont pas accompagnés d'autres mesures de rationalisation des coûts touchant l'entreprise dans son ensemble. Ceci nous rapproche des résultats obtenus par Chalos et Chen {, 2002 #652} sur le marché américain de 1993 à 1995. Même si l'impact observé en général est négatif, ils montrent, à la différence des études antérieures, que certains types de licenciements sont accompagnés d'un effet positif (en particulier dans le cadre d'une stratégie de recentrage). Ainsi, lorsque les licenciements sont menés afin de permettre une amélioration de l'efficacité sur le long terme, comme on peut penser que c'est le cas dans le cadre des plans de réduction des coûts, les annonces sont favorablement accueillies par le marché.

Lorsque la fenêtre d'observation est élargie, la rentabilité anormale cumulée reste positive pour l'échantillon total et le test BMP reste significatif mais à un degré moindre. En outre, parmi les onze titres, trois titres présentent une rentabilité anormale cumulée négative sur la période. Il apparaît ainsi que l'annonce se traduit essentiellement par un effet sur les cours le jour même de l'annonce. Notre échantillon présente donc une certaine hétérogénéité dans les réactions boursières aux annonces de plans de réduction de coûts. Ceci peut certainement être expliqué par des différences dans la situation des entreprises au moment de l'annonce de tels plans ou dans la nature même de ces annonces.

5.2. La réaction du marché en situation de crise

Les rentabilités anormales calculées pour les entreprises en situation de crise et les entreprises saines sur les trois fenêtres d'événement considérées ainsi que les tests statistiques (significativité des rentabilités anormales et comparaison des rentabilités moyennes entre les deux groupes) sont rapportés dans le Tableau 5.

	Absence de situation de crise			Situation de crise		
Observations	7			4		
Fenêtre	CAAR (%)	t _{BMP}	# pos	CAAR (%)	t _{BMP}	# pos
[0 ;0]	2,489	5,84***	7	8,831	4,20***	4
Satterthwaite						
Wilcoxon				-2,12		33*
[-1 ;+1]	2,690	1,50	4	11,536	3,94***	4
Satterthwaite						
Wilcoxon				-1,68		31
[-5 ;+5]	1,369	0,26	4	16,363	8,91***	4
Satterthwaite						
Wilcoxon				-2,83**		36**

Tableau 5- Rentabilités anormales cumulées par type de situation

A la date d'annonce, l'impact du programme de réduction de coûts est significatif au seuil de 1% quelle que soit la situation de l'entreprise. Les rentabilités anormales cumulées sont cependant de 8,8% dans les entreprises en situation de crise, alors qu'elles ne sont que de l'ordre de 2,5% dans le groupe des entreprises qui ne sont pas en situation de crise. La différence est significativement positive au seuil de 10% selon le test de Wilcoxon. Le test de différence est non significatif pour une fenêtre [-1 ; +1]. En revanche pour une fenêtre [-5 ; +5], les entreprises en situation de crise présentent une rentabilité anormale plus élevée que

les entreprises qui ne sont pas en situation de crise au seuil de significativité de 5% pour le test de Satterthwaite et le test de Wilcoxon.

Au final, les résultats de l'étude réalisée semblent conformes à l'hypothèse H2 : les marchés réagissent de manière plus positive à l'annonce d'un programme de réduction de coûts par les entreprises en situation de crise. Ainsi, dans les entreprises en situation de crise, les bénéfices attendus par le marché du programme de réduction de coûts sont plus importants. Toutefois, il convient de noter que les résultats varient en fonction de la fenêtre envisagée. Ce problème de robustesse pourrait être dû à la faible taille des groupes.

5.3. La réaction du marché vis-à-vis du contenu de l'annonce

Les rentabilités anormales calculées pour les entreprises faisant une annonce « substantielle » de programme de réduction des coûts et pour celles dont l'annonce peut être qualifiée de symbolique ainsi que les tests statistiques sont rapportés dans le Tableau 6.

	Annonce symbolique			Annonce « substantielle »		
Observations	7			4		
Fenêtre	CAAR (%)	t_{BMP}	# pos	CAAR (%)	t_{BMP}	# pos
[0 ;0]	4,268	5,64***	7	5,719	2,06**	4
Satterthwaite						
Wilcoxon			0,35			
			20			
[-1 ;+1]	5,764	2,86**	6	6,157	1,13	2
Satterthwaite						
Wilcoxon			0,64			
			20			
[-5 ;+5]	6,087	1,19	5	8,107	1,31	3
Satterthwaite						
Wilcoxon			-0,05			
			22			

Tableau 6- Rentabilités anormales cumulées par type d'annonce

A la date d'annonce, les rentabilités anormales cumulées sont de près de 4,3% pour les entreprises dont l'annonce est symbolique et de 5,7% pour les entreprises dont l'annonce est « substantielle » (rentabilités anormales respectivement significatives au seuil de 1% et de 5%). Les différences entre les rentabilités anormales ne sont cependant pas significatives et ce quel que soit le test employé. Lorsque la fenêtre est élargie, la différence entre les rentabilités anormales des deux groupes reste non significative. Les résultats obtenus semblent donc accréditer l'hypothèse H3 selon laquelle les marchés réagissent positivement que l'annonce du programme de réduction des coûts dévoile un contenu opérationnel ou non.

L'absence d'effets significativement différents entre les types d'annonce nous porte à croire que les investisseurs sont essentiellement convaincus par l'effet d'annonce du programme de réduction de coûts permettant ainsi l'apparition de découplages entre l'image présentée et la mise en œuvre effective des programmes.

Conclusion

Cette recherche a pour objectif d'identifier l'impact de l'annonce de programmes de réduction de coûts sur le cours de bourse, à partir d'un échantillon constitué des entreprises ayant fait partie de l'indice CAC 40 entre 2000 et 2003. Une première phase qualitative, reposant sur une analyse de contenu de la presse économique et sur des entretiens, a contribué à la définition de la notion de « programme de réduction de coûts ». En particulier, elle a permis de mettre en évidence des caractéristiques communes aux différents programmes proposés et à leur mise en œuvre effective.

Associée à une revue de littérature, cette identification des caractéristiques des programmes suggère de poser trois hypothèses sur l'impact attendu de leur annonce : une hypothèse sur l'effet de l'annonce, une hypothèse sur l'impact de l'annonce en fonction de la situation de l'entreprise et une dernière hypothèse portant sur le contenu informatif de l'annonce. Ces hypothèses sont testées par une étude d'événement.

Les tests réalisés montrent une réaction positive et significative des marchés suite à l'annonce de programmes de réduction des coûts. Ceci confirme que les investisseurs n'assimilent pas « programme de réduction de coûts » et « plans de réduction d'effectifs ». En effet, les recherches montrent qu'ils réagissent négativement aux annonces de plan de licenciements.

De plus, cette réaction est significativement plus importante lorsque les entreprises sont en situation de crise.

Enfin, les rentabilités anormales calculées ne sont pas significativement réduites par l'absence de contenu opérationnel de certaines de ces annonces. Ainsi, les investisseurs semblent accorder de l'importance à l'intention de réduction des coûts indépendamment des modalités annoncées de cette réduction. Ceci permet d'envisager une possibilité de découplage entre les annonces de programme de réduction de coûts et leur mise en œuvre opérationnelle.

Notre étude repose sur une acception relativement large des programmes de réduction de coûts. Distinguer les effets particuliers de certains éléments de contenu du programme, notamment les cessions d'actifs, permettrait de contribuer à une meilleure compréhension des réactions du marché. Pour cela, il serait nécessaire de disposer d'un échantillon plus large. En effet, les résultats présentés ici ne concernent que les entreprises du CAC 40 qui ont annoncé un programme de réduction des coûts sur la période 2000-2003. Une extension de l'échantillon à l'ensemble des entreprises du SBF 250 permettrait de renforcer la validité statistique des hypothèses testées sur cet échantillon exploratoire.

Références

- Abowd, J. M. & Milkovich, G. (1990), "The effects of human resource management decisions on shareholder value." *Industrial & Labor Relations Review*, vol. 43, n° 3, p. 203-246.
- Anonyme (1965), "How Companies are Cutting Distribution Costs?" *Management Review*, vol. 54, n° 6, Juin, p. 43-46.
- Anonyme (2003), "Cost-cutting: Tips for cutting telecom costs", *Financial Executive*, vol. 19, n° 16, Septembre, p. 13.
- Batsch, L. (2002), *Le capitalisme financier*, Repère, Paris, La découverte.

- Chalos, P. & Chen, C. J. P. (2002), "Employee Downsizing Strategies: Market Reaction and Post Announcement Financial Performance", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n° 5-6, p. 847-870.
- Chalvidant, J., Le Gouguec, E. & Brongniart, O. (2003), *Guide pratique de la réduction des coûts*, Les Editions Demos.
- Copeland, T. (2000), "Cutting Costs without Drawing Blood", *Harvard Business Review*, p. 55-64.
- Davis, G. F. & Useem, M. (2002), "Top management, Company directors and Corporate control", In A. Pettigrew, H. Thomas & R. Whittington (Eds.), *Handbook of strategy and management*, Sage, p. 232-258.
- Day, D. W. (1984), "Your Company can Control its Travel and Entertainment Cost", *SAM Advanced Management Journal*, vol. 49, n° 3, p. 4-14.
- DiMaggio, P. J. & Powell, W. W. (1983), "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, vol. 48, n° 2, p. 147-160.
- Elayan, F. A., Swales, G. S., Maris, B. A. & Scott, J. R. (1998), "Market reactions, characteristics, and the effectiveness of corporate layoffs", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, n° 3, p. 329-351.
- Fogg, C. D. & Kohnken, K. H. (1978), "Price Cost-Planning: a Systematic Process that Links Marketing Strategy with Manufacturing Cost-Reduction Plans", *Journal of Marketing*, vol. 42, n° 2, p. 97-106.
- Goldmann, H. (1991), "Cutting Sales and Marketing Costs", *Management Review*, vol. 80, n° 3, p. 64.
- Hannon, D. (2004), "10 Surefire Cost-Cutting Tips: Shippers Get Advice From Experts on Reducing Logistics Costs", *Purchasing*, 17 août, p. 60.
- Henkoff, R. (1990), "Cost Cutting : How to do it Right?" *Fortune*, 9 avril, p. 29-33.
- Hubler, J., Meschi, P.-X. & Schmidt, G. (2004), "Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière de l'entreprise", *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 7, n° 4, p. 107-142.
- Iqbal, Z. & Shetty, S. (1995), "Layoffs, stock price, and financial condition of the firm", *Journal of Applied Business Research*, vol. 11, n° 2, p. 67-72.
- McKinlay, C. A. (1997), "Event studies in economics and finance", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 1, p. 13-39.
- Meyer, J. W. & Rowan, B. (1977), "Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony", *American Journal of Sociology*, vol. 83, n° 2, p. 340-363.
- Nixon, R. D., Hitt, M. A., Lee, H.-U. & Jeong, E. (2004), "Market reactions to announcements of corporate downsizing actions and implementation strategies", *Strategic Management Journal*, vol. 25, p. 1121-1229.
- Shields, M. D. & Young, S. M. (1991), "Managing Product Life Cycle Costs : An Organizational Model", *Journal of Cost Management*, p. 39-52.
- Voss, B. (1994), "Formulating a Cost-Cutting Strategy", *Journal of Business Strategy*, vol. 15, n° 3, p. 39.
- Wertheim, P. & Robinson, M. (2000), "The Effect Of A Firm's Financial Condition On The Market Reaction To Company Layoffs." *Journal of Applied Business Research*, vol. 16, n° 4, p. 63-72.
- Westphal, J. D. & Edwards, P. (2001), "Decoupling policy from practice: the case of stock repurchase programs", *Administrative Science Quarterly*, vol. 46, p. 202-228.
- Westphal, J. D. & Zajac, E. J. (1998), "The symbolic management of stockholders: corporate governance reforms and shareholder reactions", *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, p. 127-153.
- Westphal, J. D. & Zajac, E. J. (2001), "Decoupling policy from practice: the case of stock repurchase programs", *Administrative Science Quarterly*, vol. 46, p. 202-228.
- Worrell, D. L., Davidson III, W. N. & Sharma, V. M. (1991), "Layoff announcements and stockholder wealth", *Academy of Management Journal*, vol. 91, n° 3, p. 662-689.
- Zajac, E. J. & Westphal, J. D. (2004), "The social Construction of Market Value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions", *American Sociological Review*, vol. 69, p. 433-457.

Annexe 1- Références des sources utilisées

Entreprise	Sources
Alcatel	- Alcatel, communiqué de presse, 30 octobre 2002
AXA	- « La réponse d'axa aux défis posés par l'environnement économique et financier actuel », communiqué de presse, 11 octobre 2002 - « Axa veut économiser près de 1 milliard d'euros en 2002 », La Tribune, 12 octobre 2002, (Rizk S.)
Danone	- « Danone prévoit une marge opérationnelle de 11,6% en 2002 », Reuters, le 12 mars 2002, 20:18.
Dexia	- « Dexia - Un résultat porté par les acquisitions », Reuters, 13 septembre 2001, 17:59, (Le Guernigou Y.). - « Après les acquisitions, Dexia s'attaque à ses coûts », La Tribune, 14 septembre 2001.

France Telecom	<ul style="list-style-type: none"> - « Retour en grâce de la star déchue », La Tribune, 2 décembre 2002 (Benhamou E.). - « La Bourse de Paris s'est adjugé une nouvelle semaine de hausse », La Tribune, 2 décembre 2002, (Mazier H.). - « Semaine décisive pour France Télécom », Les Echos, 2 décembre 2002 (Escande P.). - « France Télécom - BNP Paribas relève son objectif à 14,5 euros », Reuters, 2 décembre 2002, 12:23. - « France Télécom veut retrouver des marges de manœuvre », Reuters, 3 décembre 2002, 16:29, (Emmanuel W.). - « Le casse-tête des effectifs à France Télécom », La Tribune, 3 décembre 2002, (Nicolas O.). - « France Télécom – Thierry Breton veut déminer le terrain social », Les Echos, 3 décembre 2002 (Henni J.). - « France Télécom – Réunion d'urgence avec les syndicats », Reuters, 3 décembre 2002, 14:19. - « France Télécom découvre le plan Breton », La Tribune, 4 décembre 2002 - « France Télécom prévoit augmentation de capital de 15 Emds/Source », Reuters, 4 décembre 2002, 22:45. - « France Télécom - Bercy confirme une avance d'actionnaire », Reuters, 4 décembre 2002, 23:22. - « France Télécom - Dangeard supervisera les finances/source », Reuters, 4 décembre 2002, 23:32. - « France Télécom - Texte du communiqué de Bercy », Reuters, 4 décembre 2002, 23:52 - « Chronologie : Faits marquants de l'histoire de France Télécom », Reuters, 5 décembre 2002, 0:44. - « LEAD France Télécom va devoir réduire sa dette de près de moitié », Reuters, 5 décembre 2002, 01:17 (Emmanuel W.). - « France Télécom veut un ratio dette/Ebitda entre 1,5 et 2 en 2005 », Reuters, 5 décembre 2002, 02:41. - « LEAD France Télécom veut réduire sa dette de près de moitié », Reuters, 5 décembre 2002, 02:59 (Emmanuel W.). - « France Télécom vise 30 milliards d'euros de désendettement d'ici à 2005 », Les Echos, 5 décembre 2002 (Henni J., Mabile P.). - « Breton mobilise pour sauver France Télécom », La Tribune, 5 décembre 2002 (Bougard M., De Calignon G., Nicolas O.). - « France Télécom se restructure lourdement pour se désendetter », Reuters, 5 décembre 2002, 16:12 (Emmanuel W.). - « Les grandes lignes du plan de sauvetage de France Télécom », Les Echos.fr, 5 décembre 2002. - « France Télécom - Les actionnaires salariés satisfaits du plan », Reuters, 5 décembre 2002, 18:58 - « France Télécom - S&P confirme les notes », Reuters, 5 décembre 2002, 10:53 - « France Télécom grimpe en Bourse après son plan de redressement », Reuters, 5 décembre 2002, 09:14 - « France Télécom accroît ses gains après l'annonce de Fitch », Reuters, 5 décembre 2002, 11:25 - « France Télécom - La Bourse salue le plan de redressement », Reuters, 5 décembre 2002, 13:21 - Conférence de presse du 5 décembre 2002 : http://www.francetelecom.com/fr/espaces/investisseurs/actualites/CP_archives/cp021205.html - « Le plan Breton pour France Télécom plébiscité », La Tribune, 6 décembre 2002, (De Calignon G.)
Lagardère	<ul style="list-style-type: none"> - « Interview : Lagardère Média se fixe un plan de rentabilité à 3 ans », Reuters, 29 mars 2001, 08:07. -
PSA	<ul style="list-style-type: none"> - « PSA Peugeot Citroën vise une économie annuelle de plus de 1 milliard d'euros d'ici à 2006. », Les Echos, 29 janvier 2003 (Denis Fainsilber). - PSA, communiqué de presse, 28 janvier 2003.

Renault	- « Renault en vive hausse après nouveau plan d'économies. », Reuters, 12 janvier 2000, 16:16.
Suez	- Suez, communiqué de presse, 09 décembre 2003. - « Suez adopte un plan de rigueur pour se redresser. », Les Echos.fr, 9 janvier 2003 (D Malecot). - « Suez contraint à une cure d'austérité. », La Tribune, 10 janvier 2003. - « Suez lance un plan de restructuration. », La Tribune.fr, 9 janvier 2003. - « Suez au chaud pour l'hiver. », Les Echos, 10 janvier 2003.
Veolia	- Veolia Environnement, Communiqué de presse, 24 septembre 2003. - « LEAD Veolia-Perte de 2,1 mds d'euros après dépréciation massive. », Reuters, 24 septembre 2003, 08:05.

Annexe 2- Entreprises en situation de crise au moment de la date d'annonce

Alcatel	L'entreprise se situe sur des secteurs dont la croissance s'estompe en 2001 et le troisième trimestre est en perte (la perte sur l'année sera d'ailleurs de 5 milliard d'euros). Les investisseurs sont inquiets et l'annonce du plan permet d'infléchir leur jugement : « Les restructurations d'Alcatel rassurent le marché » ¹⁹ .
France Télécom	A l'automne 2002 France Télécom se trouve confronté à un problème de liquidité. En effet le montant de sa dette s'élève à 70 milliards d'euros et les apporteurs de capitaux commencent à se montrer méfiants. Le titre plonge et Thierry Breton est nommé à la tête de l'entreprise. Les analystes financiers attendent alors une réaction de sa part. Cette réaction est officiellement annoncée le 4 décembre 2002 au soir. Elle comprend un programme de désendettement et de réduction de coûts. La tonalité des journaux à l'annonce de ce plan est plutôt positive : « Breton mobilise pour sauver France Télécom » ²⁰ .
Suez	L'exercice 2002 est particulièrement difficile pour Suez. La perte sur cet exercice se monte en effet à presque 900 millions d'euros. Un plan de réduction de coûts couplé à un plan de cession d'actions est donc annoncé le 9 janvier 2003 pour contrebalancer l'annonce négative de résultat comme le montre ce titre du journal Les Echos : « Suez adopte un plan de rigueur pour se redresser » ²¹ .
Veolia	Le début de l'exercice 2003 est très défavorable pour Veolia. Selon l'agence Reuters « Veolia Environnement a fait état d'une perte nette de 2,1 milliards d'euros au premier semestre 2003 » ²² .

¹⁹ La tribune (31/10/2001)

²⁰ La Tribune (05/12/2002)

²¹ Les Echos (09/01/2003)

²² Reuters (24/09/2003, 8h05)

Annexe 3- Annonces symboliques / substantielles de programmes de réduction de coûts

Air Liquide (symbolique)	Le plan de réduction de coûts est annoncé sans aucun détail : « Alain Joly a annoncé un plan d'"efficacité" pour son groupe représentant 300 millions d'euros par an d'ici 2003, alors qu'Air Liquide a réalisé 180 millions d'euros à ce titre lors des trois précédentes années ». (Reuter, 2 mars 2001, 12h42 & Communiqué de presse du groupe Air Liquide, 2/03/2001)
Alcatel (symbolique)	L'annonce demeure relativement évasive sur les actions envisagées à l'exception des réductions d'effectifs : « Les coûts devront donc être réduits dans cette même proportion de 20%. En complément des 23000 départs déjà annoncés et concernant l'ensemble du Groupe, les unités européennes mettront en œuvre, après négociations avec les partenaires sociaux, une réduction d'effectifs de 10 000 personnes ». (Communiqué de presse du groupe Alcatel, 31/10/2001)
AXA (symbolique)	Le programme de réduction des coûts annoncé par AXA le 11 octobre 2001 fait les gros titres de la presse économique en dépit du peu d'informations disponibles sur le contenu. Le communiqué de presse diffusé par le groupe est significatif : « Ce programme de réduction des coûts se fera avec pour objectif pour l'ensemble du Groupe de baisser les frais administratifs de 10%, soit au moins 700 millions d'euros en 2002. D'ici la fin de cette année, chacune des entités opérationnelles du Groupe examinera et mettra en place les moyens de réaliser ces objectifs de réduction des coûts dans le respect de ses priorités stratégiques » (Communiqué de presse du groupe AXA, 11/10/2001). Et la presse de relever : « Reste à savoir comment l'assureur va parvenir à atteindre cet objectif. Le groupe s'est refusé à donner un plan précis en la matière. » (La tribune, 12/10/2001)
Danone group (Substantielle)	L'annonce faite par le groupe Danone le 12 mars 2002 se distingue par la présentation des grands axes de réduction de coût : « Il met en place le programme Thémis pour optimiser ses achats, sa chaîne logistique et sa recherche développement. [...] Dans les années à venir, l'entreprise entend ainsi s'attaquer à un nouveau chantier, celui de l'efficacité opérationnelle au travers de plusieurs programmes qui doivent lui permettre à terme d'optimiser ses achats, sa chaîne logistique, sa recherche et développement ou encore son système d'informations. "Nous pouvons désormais nous attaquer à des projets transversaux", a indiqué Franck Riboud » (La Tribune, 13/03/2002). Au-delà des objectifs de réduction apparaissent également des montants chiffrés d'investissement : « Baptisé Thémis, le projet coûtera 100 millions d'euros sur quatre à cinq ans. Prévu pour être totalement opérationnel en 2004, il devrait générer environ 150 millions d'euros d'économies par an d'ici 2006 » (Reuters (12/03/2002, 20h18).
Dexia (symbolique)	Les résultats du troisième trimestre 2001 du groupe Dexia sont marqués par une très forte augmentation des charges « En conséquence, Pierre Richard a indiqué qu'un programme de réduction de coûts, dont il n'a pas chiffré les effets, était mis en œuvre dans l'ensemble du groupe » (Reuters, 13/09/2001, 17h59). Au lendemain de cette annonce, le 14 septembre 2001, La Tribune titre : « Après les acquisitions, Dexia s'attaque à ses coûts » (La Tribune, 14/09/2001). Aucun montant n'est indiqué bien que des objectifs soient affichés : « Le groupe veut par exemple ramener le coefficient d'exploitation (rapport entre les charges, de personnel notamment, et les revenus) en dessous des 50 %. Au premier semestre, il est passé de 50,9 % à 53,7 % » (La Tribune, 14/09/2001).
France Télécom (Substantielle)	Lors de la conférence de presse du 5 décembre 2002, Thierry Breton présente un bilan des enseignements de la période 1997-2002 et annonce les différentes mesures contenues dans le plan « Ambition FT 2005 » du groupe France Télécom. Une large part de cette présentation est consacrée au contenu du « Programme TOP ». Sont ainsi précisés les principes clés, la nature des cent chantiers annoncés, les entités opérationnelles concernées et le calendrier des échéances. « Orange » étant la principale entité visée, les projets importants sont exposés : « rationalisation des activités hors France et Royaume Uni, en particulier au Danemark, aux Pays Bas et en Suède », « gains de productivité croissants dans la structure, le management et les opérations du Groupe concentré sur ses marchés » ou encore « adaptation des fonctions de support à la nouvelle stratégie ». Les principes de mise en œuvre sont également décrits : « analyse détaillée pilotée par sept fonctions centrales et sept unités opérationnelles : environ 100 projets identifiés », « tous les projets ont été alloués à un membre du COMEX » mais aussi « rémunération liée à la performance ».

Lagardère SCA (Substantielle)	Arnaud Lagardère, Président du groupe Lagardère, expose les principaux axes du Plan d'Amélioration de la Croissance et de la Rentabilité : « Ce plan repose sur des mesures de réduction de coûts (frais généraux, mise en commun d'achats représentant 2 milliards de francs ...) afin d'économiser 110 millions d'euros en année pleine à partir de la fin de 2003. Il prévoit un recentrage du portefeuille sur les activités "stratégiques et rentables", ce qui implique la restructuration l'arrêt ou la cession "d'une dizaine de sociétés de taille moyenne" notamment dans le secteur internet. Enfin, il met l'accent sur l'exploitation plus intensive des droits dérivés et l'accélération de la croissance interne en faisant mieux jouer les synergies entre les marques, les contenus et les clients du groupe » (Reuters, 29/03/2001, 08h07)
PSA (Substantielle)	PSA propose un programme en trois points (PSA, communiqué de presse, 28/01/2003) : le déploiement de la politique de plate-forme, le progrès de l'efficacité industrielle, l'amélioration de la montabilité des voitures et des conditions de travail. Les économies attendues sont de 1,150 milliard d'euros par an pendant 4 ans : « La plus grosse partie de cette somme (800 millions d'euros par an) sera issue de la politique de plates-formes communes entre Peugeot et Citroën, entamée dès 1998 et qui est loin d'avoir encore donné ses pleins résultats. Le second volet (environ 350 millions d'euros d'économies annuelles) découle du « Plan convergence », programme interne destiné à faire bénéficier tous les sites de montage des meilleures pratiques en vigueur dans le groupe (réduction des coûts de transport et d'approvisionnement, meilleure ergonomie, simplification des circuits dans les usines, etc.) » (Les Echos, 29/01/2003). Des investissements sont envisagés pour permettre ces réductions de coûts.
Renault (symbolique)	Le 12 janvier 2000, Renault annonce un plan d'économie de 20 milliards de francs sur trois ans. Le communiqué Reuters traduit le manque d'information disponible sur ce plan de réduction des coûts : « La nouvelle est bien ressentie par le marché mais il va lui falloir de plus amples explications [...] souligne un analyste [...]. Renault a fait savoir que dans ce second plan, la part du commercial serait plus importante que dans le premier. Pour un autre analyste, qui aimerait pareillement "savoir ce qu'il y a derrière ces 20 milliards", réduire les coûts de 20 milliards sur la partie "distribution", qui ne représente que le tiers des coûts du groupe, sera une performance encore plus significative que les 20 milliards du premier plan, économisés sur des activités représentant les deux tiers des charges."S'ils arrivent à faire un tel chiffre, ce sera un fait nouveau qui amènera à réviser à la hausse les prévisions de bénéfice de Renault", affirme-t-il [...]. Un troisième analyste [...] juge ce nouveau plan "ambitieux" et attend d'"en connaître davantage pour savoir s'il est réalisable". Pour lui, ce chiffre de 20 milliards représente le haut de la fourchette du consensus. Mais, "le marché devrait très bien prendre ce projet car il y a pas mal à gratter sur la distribution", souligne-t-il [...]. Pour l'analyste, Renault met la barre haut mais ses plans de réduction de coûts, avec Carlos Ghosn chez Nissan et avec le directeur général adjoint Pierre-Alain De Smedt chez Renault, sont conduits par "des hommes qui ont fait leurs preuves" » (Reuters, 12/01/2000, 16h16). Il semble que les éléments tangibles donnés par Renault (du moins à cette date) sont assez limités.
SUEZ (symbolique)	Le programme de Suez porte sur une réduction d'un tiers de la dette (la dette globale est de 28 milliards d'euros) et sur des réductions des coûts d'exploitation et de siège de 500 millions d'euros en 2003 et de 100 millions d'euros en 2004. Les cessions envisagées visent à un recentrage du groupe (sans que soient précisées les pistes envisagées). Le communiqué de presse de Suez reste vague : « L'impact sur la réduction des coûts des mesures déjà en cours devrait atteindre 500 millions d'euros en 2003 par rapport à 2002 et 100 millions supplémentaires en 2004. Un plan complémentaire ambitieux sera arrêté dans le courant de l'année » (Suez, communiqué de presse, 09/12/2003). Les éléments donnés dans la presse ne permettent pas d'obtenir plus de précisions (Les Echos.fr, 09/01/2003 ; La Tribune.fr, 09/01/2003 ; Les Echos, 10/01/2003 ; La Tribune, 10/01/2003).
Veolia (symbolique)	Le plan de Veolia porte sur des cessions d'actifs et notamment un « recentrage stratégique sur les activités de contrats à long terme dans le domaine de l'eau en Amérique du Nord » pour un montant de 2 milliard d'euros. Il porte aussi sur un plan de réduction de coûts avec un « plan d'efficacité mis en oeuvre dans l'ensemble du groupe (au minimum 300 M€ d'amélioration de productivité d'ici fin 2005) » (Veolia Environnement, Communiqué de presse, 24/09/2003). Si le plan de cession d'actifs est assez précis, en revanche, le plan de réduction de coûts fait uniquement l'objet d'un chiffrage sans explication.