Document generated on 07/01/2025 4:39 a.m.

Revue Gouvernance
Governance Review

L’actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises : rôles et instrumentation

Employees as Shareholders in French Family Firms: Roles and Techniques

Charles-Henri d'Arcimoles and Stéphane Trébucq

Volume 1, Number 1, 2004

URI: https://id.erudit.org/iderudit/1039196ar
DOI: https://doi.org/10.7202/1039196ar

See table of contents

Publisher(s)

Centre d’études en gouvernance de l’Université d’Ottawa

ISSN

1912-0362 (digital)

Explore this journal

Cite this article

d'Arcimoles, C.-H. & Trébucq, S. (2004). L’actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises : rôles et instrumentation. *Revue Gouvernance / Governance Review*, *1*(1). https://doi.org/10.7202/1039196ar

Article abstract

Based on the examination of 353 family firms present in regulated financial markets, this article confirms the positive relationship among the existence of employee ownership and several measures of organizational performance. In this context, the concerns raised by owners of several family firms about such ownership need to be explained. A model based on conflict management is offered as one explanation. Employee ownership is more frequent in the presence of weak control ownership by families. It can be seen as a decision by family owners to accept the added costs associated with the implementation of employee ownership in return for the hope of securing long-term family control.

Tous droits réservés © Faculté des sciences sociales, Université d'Ottawa, 2004

This document is protected by copyright law. Use of the services of Érudit (including reproduction) is subject to its terms and conditions, which can be viewed online.

https://apropos.erudit.org/en/users/policy-on-use/

érudit

This article is disseminated and preserved by Érudit.

Érudit is a non-profit inter-university consortium of the Université de Montréal, Université Laval, and the Université du Québec à Montréal. Its mission is to promote and disseminate research.

https://www.erudit.org/en/

revue gouvernance
vendredi, le 4 mars 2016

L'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises : rôles et instrumentation

Vol.1, No. 1, mai 2004, Page 70

Charles-Henri d'Arcimoles et Stéphane Trébucq

L'actionnariat salarié[1] est souvent présenté comme un facteur de motivation des salariés. Il pourrait également contribuer à atténuer les conflits pouvant survenir entre les salariés, les dirigeants et les actionnaires. Cependant, le fait qu'environ deux tiers de l'ensemble des entreprises cotées ne recourent pas à l'actionnariat salarié, laisse supposer qu'une telle formule ne comporte pas que des avantages[2] . De plus, il semble qu'un lien puisse être établi entre l'introduction d'un actionnariat salarié et le type de structure de propriété. En effet, selon une récente enquête menée auprès des grandes entreprises de l'indice SBF250, seules 26 % des entreprises familiales[3] seraient concernées, contre une proportion de 60 % pour leurs homologues non familiales. Les réticences exprimées par certains dirigeants d'entreprises patrimoniales ne sont probablement pas étrangères à une telle disparité (voir Hewitt Associates, 2002)[4] . Ceux-ci estiment que l'actionnariat salarié rendrait plus complexe la gestion et la valorisation de leur société. De plus, l'actionnariat salarié serait susceptible de limiter la liquidité des titres cotés, et pourrait, en outre, compliquer l'organisation de la succession du dirigeant-propriétaire[5] . Enfin, certains responsables, craignant les aléas inhérents aux mécanismes boursiers, refuseraient que leurs salariés soient confrontés à de tels risques. Au vu des performances de l'indice boursier de l'actionnariat salarié[6], supérieures aux indices de marché CAC40 et SBF250, une telle prudence peut surprendre. La synthèse de d'Arcimoles et Brillet (2000) rappelle toutefois que les relations entre la présence d'un actionnariat salarié et la performance économique, le plus souvent positives, restent encore très incertaines. Sur quelles bases, et avec quelles conséquences économiques, les dirigeants des entreprises familiales peuvent-ils alors se décider, compte tenu des avantages et inconvénients manifestes auxquels l'actionnariat salarié peut les conduire?

Le présent article est essentiellement consacré à l'examen empirique de cette problématique. Dans cette perspective, une revue de la littérature de gestion permettra d'énoncer les effets présumés de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque au sein des entreprises familiales. Ces effets seront ensuite examinés, à partir d'un échantillon d'entreprises françaises cotées appartenant au premier, au second ou au nouveau marché. Les résultats statistiques obtenus peuvent finalement être explicités à l'aide de la théorie généralisée de l'agence. Ils montrent en particulier que l'actionnariat salarié est d'autant moins répandu que le contrôle familial est fort. Dans le cas contraire, les dirigeants sont tentés d'utiliser l'actionnariat comme vecteur d'enracinement, sous réserve que la performance a priori soit suffisante pour supporter la baisse de rentabilité consécutive à la mise en place du dispositif. La performance et les décisions financières, au sein de l'entreprise familiale, peuvent alors être considérées en fonction de la nature et de l'intensité des conflits d'intérêts pouvant opposer les salariés, les dirigeants et les actionnaires.

Actionnariat salarié, performance et risque de l'entreprise : le rôle du contrôle familial

Les recherches, en majorité anglo-saxonnes, concluent généralement aux effets économiques positifs, mais incertains, de l'actionnariat salarié. En France, les effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque de l'entreprise demeurent plus largement méconnus, et plus encore, en présence d'un contrôle familial.

Effets connus de l'actionnariat salarié sur la performance et sur le risque

Les effets de l'actionnariat salarié sur la performance apparaissent intimement liés aux raisons qui ont pu présider à sa mise en place. Au-delà de certains avantages fiscaux, propres à chaque législation, les recherches académiques menées aux États-Unis retiennent trois raisons principales. Celles-ci sont synthétisées, avec leurs effets attendus sur la performance, par Borstadt et Zwirlein (1995) (cf. tableau 1).

Tableau 1 : Effets attendus et vérifiés de l'actionnariat sur la performance

Raisons de la mise en place d'un actionnariat salarié	Effets attendus et vérifiés sur la performance

1. Mécanisme de défense	Négatif
2. Concession salariale	Positif
3. Outil de motivation	Aucun/Positif

Source : Borstadt et Zwirlein (1995).

La première raison renvoie à un usage défensif de l'actionnariat salarié. Celui-ci peut servir les intérêts des dirigeants, qui cherchent à verrouiller le capital en constituant une minorité de blocage, et à échapper indûment à la discipline externe assurée par le marché des prises de contrôle (notamment des offres publiques d'achat). Les dirigeants sont presque certains de conserver leur poste, en d'autres termes, ils sont enracinés. Il en résulte pour ces derniers une possibilité d'abus de leur nouvelle marge discrétionnaire, c'est-à-dire une plus grande liberté d'action pouvant déboucher sur des politiques d'investissement plus dispendieuses, leur assurant non seulement un plus grand prestige, mais aussi une plus grande propension à se rendre indispensables et inamovibles (voir Shleifer et Vishny, 1989). L'enchaînement de ces phénomènes se traduit normalement par une baisse significative de la richesse des actionnaires.

La seconde raison se rattache à des choix de management. Les salariés se voient proposer une baisse immédiate de salaire en échange d'une rémunération différée. Cet arbitrage inter-temporel tend vers une amélioration de la performance de l'entreprise, en espérant une plus forte fidélisation du salarié concerné par le dispositif.

La troisième raison répond à un objectif de renforcement de l'implication, du moral et de la satisfaction des salariés. L'effet sur la performance peut s'avérer inopérant ou positif en fonction de la justification et de la cohérence du plan mis en place, ainsi qu'en fonction de la nature de la structure organisationnelle concernée[7].

Les effets attendus de l'actionnariat salarié sur la performance, consécutifs à la réalisation de l'une ou plusieurs de ces trois raisons, ont été confirmés par les études d'événement réalisées par Chang et Mayers (1992)[8]. On observe de plus, conformément au modèle de Stulz (1988), que les effets sur la richesse des actionnaires varient selon la part α de capital détenue par les dirigeants. Ainsi, les rentabilités anormales deviennent-elles négatives lorsque α est supérieur à 40 %. Les auteurs estiment que le marché est alors effectivement en mesure d'anticiper les risques de futurs conflits d'agence. Ceux-ci pourraient notamment survenir dans le cas où les dirigeants envisageraient, en présence d'un actionnariat salarié, de se désengager du capital. Mais les salariés peuvent aussi devenir les alliés des dirigeants, ce qui expliquerait, parmi d'autres, les résultats de Gordon et Pound (1990), mesurant des rentabilités anormales négatives lorsque l'actionnariat salarié renforce le bloc de contrôle managérial, au détriment des actionnaires extérieurs. Les travaux sur données américaines de Dhillon et Ramirez (1994) ou de Chaplinsky et Niehaus (1994), confirment l'efficacité d'une instrumentation de l'actionnariat salarié lorsqu'il s'agit d'atteindre une minorité de blocage, et de réduire ainsi notablement le risque d'OPA.

Cette réserve des investisseurs à l'encontre des tentatives d'enracinement est confirmée, selon une méthodologie différente, par Park et Song (1995). Ces auteurs relèvent, à partir d'une période d'observation de cinq années (t-1 à t+3), une augmentation du Q de Tobin (valeur de marché / coût de remplacement des actifs) ou du ratio de Marris (capitalisation boursière des capitaux propres / valeur comptable des capitaux propres) à la suite de la mise en place en « t » d'un actionnariat salarié. Toutefois, les gains économiques n'apparaissent significatifs qu'en présence d'actionnaires extérieurs capables d'empêcher tout projet d'enracinement opportuniste des dirigeants.

Beaucoup plus rares que celles consacrées à l'enracinement sont les recherches intégrant le risque et ses liens possibles avec l'actionnariat salarié. C'est là, selon Conte et al. (1996), une omission de nature à remettre en question la plupart des résultats empiriques obtenus lors des recherches antérieures. Le modèle de Markowitz (1952) montre en effet que rendement et risque sont indissociables et ne peuvent être analysés l'un sans l'autre. À partir d'un échantillon de 9000 entreprises, et d'indicateurs de performance intégrant le risque (indices de Treynor et de Sharpe), ces derniers auteurs mesurent une rentabilité boursière plus élevée pour les entreprises dotées d'un actionnariat salarié, comparativement à celles qui en sont dépourvues (résultat 1). Contrairement à Conte et Jampani (1996), qui constatent un risque (bêta) plus élevé en présence d'un actionnariat salarié, les auteurs observent pour leur part une réduction significative du risque (celui-ci étant mesuré par le bêta et l'écart-type des rentabilités boursières). Cependant, durant leur période d'observation, après adoption d'un plan d'actionnariat salarié, ils relèvent aussi un impact négatif sur la performance boursière, notamment pour les grandes entreprises (résultat 2). Selon eux, cet impact négatif est imputable à une stratégie défensive d'enracinement. Sur la base de cette baisse conjuguée de la performance et du risque, les auteurs suggèrent l'existence d'un biais d'auto-sélection, par lequel l'utilisation défensive de l'actionnariat salarié supposerait l'existence préalable d'une performance supérieure. Cette performance permettrait en effet d'absorber la baisse de performance consécutive à l'enracinement. Les causes de ce dernier, pour l'échantillon observé, ne font cependant pas l'objet d'une analyse particulière.

Au total, les travaux empiriques disponibles présentés dans cette première section convergent tous pour affirmer que les effets économiques et financiers de l'actionnariat salarié sont plutôt positifs, mais limités. Il apparaît aussi que les conséquences de l'actionnariat salarié sur les décisions de gestion et d'investissement sont encore à découvrir[9].

Pour le cas précis de la performance boursière, la réaction des investisseurs est favorable, sous réserve que le dispositif ne favorise pas l'enracinement des dirigeants nuisible à la création de valeur. Par ailleurs, lorsqu'elle est initialement haussière, la réaction des investisseurs n'est pas acquise (Davidson et Worell, 1994)[10].

Effets méconnus de l'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises

Les résultats des recherches américaines sont-ils facilement transposables au cas des entreprises familiales françaises? À l'évidence pas directement, et cela pour au moins deux raisons. La première est l'absence de mention particulière réservée au contrôle familial dans les recherches américaines. La seconde est la rareté des recherches portant sur l'actionnariat salarié français. De ce fait, toute comparaison entre les contextes français et américain reste sujette à caution.

En revanche, les études de la performance intrinsèque des entreprises familiales ont pu faire l'objet d'analyses détaillées. De fait, après les travaux de Jacquemin et De Ghellinck (1980), les recherches empiriques de Charreaux (1991), Allouche et Amann (1995, 1997), Djelassi (1996) et Romieu et Sassenou (1996) confirment bien pour la France une rentabilité[11] des entreprises familiales supérieure à celle de leurs homologues non familiales. On peut voir dans ces résultats une confirmation de la théorie de l'agence, selon laquelle les entreprises familiales seraient censées présenter une meilleure performance en raison d'une plus forte convergence des liens unissant les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. On peut aussi y voir la manifestation d'un ensemble de caractéristiques propres aux entreprises familiales, dues à l'interpénétration famille-entreprise.

Ces résultats émergents sont doublement utiles. Ils permettent tout d'abord de nuancer certaines conclusions, telle que celle de Dondi (1992a, 1992b) par exemple. Celui-ci avait examiné, le premier en France, la relation entre actionnariat salarié et performance, sans distinguer la structure de propriété des entreprises françaises observées[12]. Ces résultats conduisent par ailleurs à s'interroger sur la place éventuelle de l'actionnariat salarié parmi les déterminants supposés de la performance supérieure des entreprises familiales.

La confiance est l'un de ces déterminants le plus souvent avancés. Selon Allouche et Amann (1998), « la notion de confiance[13], avec son corollaire la défiance, paraît susceptible de fournir une explication à la supériorité en termes de performances des entreprises familiales sur les autres types d'entreprises. Cette explication à travers la notion de confiance peut être recherchée à l'intérieur de la famille, dans la nature des liens entre les dirigeants de l'entreprise familiale et leurs salariés et dans la nature des liens entre les dirigeants de l'entreprise familiale et l'environnement ». Selon ces derniers auteurs, le transfert et la diffusion des valeurs familiales, recouvrant notamment l'attachement fort à une identité familiale et à des objectifs de pérennité, permettent non seulement l'éclosion de relations humaines durables (fondées sur l'autorité, l'affection réciproque et le respect), mais aussi l'émergence d'une « sociabilité spontanée ». Cette dernière représente la capacité des individus à s'associer, à vivre en bonne entente et à coopérer en subordonnant leurs intérêts individuels à ceux du groupe auquel ils appartiennent. Un fort esprit communautaire suscité par la famille ou le dirigeant-propriétaire est seul à même de créer de telles conditions. Les manifestations les plus évidentes de cette confiance entre dirigeants et salariés se lisent dans une meilleure formation, une rétribution plus conséquente ainsi qu'une plus forte fidélisation des employés caractérisant les entreprises familiales (voir Allouche et Amann, 1995). Cette logique de coopération et ce souci de relations durables, particulièrement présents dans les entreprises familiales, conduisent également à établir des liens de confiance entre l'organisation et son environnement (clients, fournisseurs, et autres partenaires). Charreaux (1998) considère également que « l'instauration de relations de confiance avec les différents partenaires agirait favorablement sur la création de valeur en diminuant les coûts (coûts d'agence, coûts d'influence, coûts d'enracinement…)
[…] ». En conséquence, le degré de confiance supérieur dont bénéficieraient les entreprises familiales, associé à un profil de risque plus limité, permettrait d'expliquer l'investissement en capital spécifique plus conséquent de la part des salariés, et partant, les performances supérieures de ce type d'entreprises.

Or, si l'on en croit certains auteurs tels que Marens et al. (1999), l'actionnariat salarié serait en mesure de développer, selon un modèle de gouvernance partenariale (voir Evan et Freeman, 1993), l'attachement et la satisfaction de cette catégorie spécifique de stakeholders que constituent les salariés. L'actionnariat salarié vient alors sceller l'association des intérêts entre dirigeants et salariés, et renforcer leurs liens de confiance. Ce résultat n'est cependant pas acquis. Il suppose en particulier que l'actionnariat salarié se traduise par un véritable sentiment de propriété (« sense of ownership ») qui n'est visiblement pas attaché à la simple détention d'actions. Les analyses de Klein (1987), et les trois types de satisfaction qu'elles proposent, sont sur ce point très éclairantes[14]. Elles suggèrent que la satisfaction « intrinsèque » de la détention d'actions est sans grand effet comportemental. La satisfaction « extrinsèque » d'une part, « instrumentale » d'autre part, sont plus significatives. Mobilisant les recherches empiriques disponibles, Klein montre en effet l'importance prépondérante de ces deux ressorts pour assurer la « satisfaction actionnariale »,

nécessaire à l'efficacité managériale, et pas seulement financière, du dispositif. Il ne suffit pas, en d'autres termes, de rendre un salarié actionnaire pour construire une nouvelle relation de confiance. Il faut aussi engager un processus managérial d'information, de participation et de formation qui donne à la démarche un véritable souffle. Un tel objectif, en rupture avec une logique strictement actionnariale, serait apparemment envisageable dans les entreprises familiales, soucieuse d'inscrire leur action dans le long terme et la pérennité (voir Mignon, 2000). Cette convergence reste cependant hypothétique car, si certains auteurs attribuent la performance et la survie des entreprises familiales à la qualité de gestion de leurs ressources humaines (voir Astrachan et Kolenko, 1994), d'autres en relèvent les limites, marquées par le dirigisme, l'opacité et le népotisme (voir Dailey et Reuschling, 1980; Lansberg, 1983). Il n' y a donc aucune évidence pour une double causalité « actionnariat salarié – confiance », puis « confiance – performance ». Aucun auteur, à notre connaissance, n'a essayé de tester cet enchaînement stimulant, en particulier pour les entreprises familiales.

Par ailleurs, si l'actionnariat salarié était en mesure de renforcer la confiance et la performance des entreprises familiales, son instrumentation opportuniste ne saurait être pour autant exclue. L'actionnariat salarié peut en effet servir à pérenniser le contrôle familial d'une entreprise, avec les mêmes effets incertains d'enracinement et d'alliance que pour les autres entreprises. Ainsi, d'un côté, le maintien du contrôle familial et l'alignement partiel de l'intérêt des salariés et des actionnaires peut laisser présager une performance supérieure de l'entreprise. Mais, d'un autre côté, le rôle de pivot dans le capital dont peuvent bénéficier les salariés-actionnaires leur confère un nouveau et réel pouvoir. Ils peuvent en user pour infléchir la stratégie de l'entreprise et orienter en leur faveur la politique de redistribution des richesses, en privilégiant, par exemple, une augmentation des salaires. On peut également estimer que l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié, en assurant la constitution d'une minorité de blocage, en plein accord avec la famille propriétaire, puisse pénaliser la valeur boursière, en annulant toute anticipation spéculative d'une éventuelle OPA.

Spécificités managériales, confiance et enracinement se conjuguent donc pour rendre les effets de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises familiales très incertains. Il en va d'ailleurs de même en matière de risque, puisque l'on ignore dans quelle mesure l'actionnariat salarié peut stabiliser ou désorganiser le jeu des relations sociales. Dans ces conditions, un test empirique des éventuelles relations entre l'actionnariat salarié et le couple risque-performance, appliqué exclusivement aux entreprises familiales, s'avère souhaitable.

Recherche empirique portant sur l'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales cotées

L'analyse économétrique a été réalisée à partir de données récentes portant sur un vaste échantillon de sociétés françaises cotées, au 31 décembre 2000, sur les marchés réglementés, c'est-à-dire le premier, le second et le nouveau marché. Nous présenterons successivement la méthodologie suivie et nos principaux résultats empiriques.

Méthodologie suivie

La collecte des données relatives à l'actionnariat salarié a concerné 791 sociétés françaises cotées. Le croisement des données fournies par la base de données financières Worldscope[15] et la liste des 500 plus grosses fortunes professionnelles[16] a finalement permis la constitution d'un échantillon de 353 entreprises familiales (cf. annexe 5).

Variables d'actionnariat

La principale variable explicative de cette recherche concerne l'actionnariat salarié. Compte tenu des données diffusées par les entreprises, celui-ci a donné lieu à la création de deux variables. La première est binaire, et correspond à la présence (codée 1) ou à l'absence (codée 0) d'un actionnariat salarié (variable ASB). La deuxième est continue, et correspond au degré de contrôle des salariés actionnaires mesuré à partir du pourcentage de capital qu'ils détiennent (variable ASK). Par ailleurs, le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire principal (variable ACT1) a été pris en considération afin d'évaluer le degré de contrôle familial.

Performance

Compte tenu de la taille de l'échantillon, des indicateurs classiques de performance ont été retenus. Les différents indicateurs comptables de l'année 2000, sélectionnés dans le cadre de cette recherche, correspondent à la rentabilité sur fonds propres (variable ROE), à la rentabilité sur actifs (variable ROA), et à la rentabilité sur capitaux investis (variable ROI). S'agissant de la performance ex-ante, celle-ci a été appréciée à partir du ratio de Marris, correspondant au rapport entre la capitalisation boursière et le montant des fonds propres (variable MKCE).

Risque

Le niveau de risque a, quant à lui, été estimé à partir de deux mesures complémentaires. La première correspond à l'ampleur de la variation des résultats comptables d'une année sur l'autre. Cette dernière a été plus précisément calculée à partir de l'écart-type de la rentabilité des fonds propres sur la période 1997–2000 (variable RISKROE). La seconde correspond au coefficient bêta exprimant, selon le modèle du MEDAF (Modèle d'Evaluation Des Actifs

Financiers), la sensibilité du cours de la valeur par rapport aux variations du marché (variable RISKBETA).

Variables de contingence

L'étude de la relation entre ces variables (performance et risque) et l'actionnariat salarié ne peut cependant être opérée sans l'introduction d'une série de variables de contingence. Celles-ci, incorporées aux équations de régression, permettent de prendre en considération les caractéristiques économiques et financières des entreprises (endettement, croissance, intensité capitalistique), ainsi qu'une série de facteurs dits de contingence (secteur, âge, taille) (cf. annexe 4).

Modèles

Afin de tester la nature des relations entre l'actionnariat salarié et les indicateurs de performance et de risque, l'étude a procédé, pour l'année 2000, à une série de régressions linéaires en coupe transversale, selon les deux modèles suivants :

Formule 1

Performance = variables d'actionnariat + variables de contingence + variables de risque + constante

Formule 2

Risque = variables d'actionnariat + variables de contingence + variables de performance + constante

Afin d'approfondir nos commentaires, nous avons enfin utilisé un modèle de régression logistique permettant de déterminer les contextes organisationnels associés à la présence d'un actionnariat salarié[17].

Formule 3

Probabilité (ASB=1) = LOGIT (variables d'actionnariat + variables de contingence + variables de performance [18] + constante)

Résultats de la recherche

Les régressions appliquées aux trois variables de performance ex-post (ROE, ROA, ROI) fournissent des résultats assez comparables (cf. annexe 1). Elles ont conduit à retenir essentiellement quatre variables explicatives des ratios de performance comptable. Il s'agit, d'une part, du niveau d'endettement (DEBT) et de risque (RISKROE) — avec une influence négative — et d'autre part, du pouvoir de l'actionnaire principal (ACT1) et de la présence d'un actionnariat salarié (ASB) — avec une influence positive. On note, par ailleurs, une relation positive entre la présence d'un actionnariat salarié (ASB) et la performance ex-ante (MKCE). En revanche, la variable ASK, correspondant au degré de contrôle exercé par les salariés actionnaires, n'est pas retenue comme facteur associé à la performance.

S'agissant du risque spécifique (RISKROE), on peut noter l'absence de relation significative avec l'ensemble des variables d'actionnariat. En revanche, s'agissant du coefficient bêta, appréciant le risque systématique, celui-ci est influencé négativement par le contrôle de l'actionnaire principal (ACT1), mais positivement par le pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires (ASK) (cf. annexe 1). Ce dernier résultat est particulièrement intéressant si l'on retient une optique d'investisseur[19]. Ainsi, par leur bêta supérieur, les entreprises familiales dégagent une performance boursière d'autant plus sensible aux variations du marché que s'accroît la part du capital détenue par les salariés actionnaires. Si une telle relation s'avère persistante, une période d'augmentation de l'indice de marché se traduira alors par une croissance supérieure de la valeur des actions, stimulant en retour l'optimisme et l'implication des salariés. Mais l'inverse serait évidemment à craindre en cas de baisse prolongée de l'indice de marché. Cette relation observée sur le bêta pourrait traduire une sorte de « financiarisation » de l'entreprise, rendant sa réactivité boursière plus forte, sous l'effet de l'actionnariat salarié (d'Arcimoles et Trébucq, à paraître). Ce résultat mérite certainement d'être approfondi et complété, afin de conforter une connaissance élargie du bêta, intégrant ses éventuels déterminants sociaux et managériaux.

Au total, ces premières régressions, pratiquées à partir des données françaises de l'année 2000, permettent de tirer les enseignements suivants :

- Sans pouvoir conclure précisément en termes de causalité, du fait de la nature des données étudiées en coupe transversale, il apparaît que la présence d'un actionnariat salarié est associée à une meilleure performance comptable et boursière.
- Contrairement aux résultats obtenus sur le marché américain pour l'ensemble des entreprises (voir Conte et al., 1996), le bêta des entreprises familiales, mesurant la sensibilité des actions aux variations du marché, apparaît positivement lié au pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires.

Il reste à envisager, à présent, les raisons pour lesquelles certains dirigeants éprouvent une certaine défiance à l'égard de l'actionnariat salarié, alors que les relations entre celui-ci et la performance sont positivement avérées.

Paradoxe et essai d'explication des effets de l'actionnariat salarié par la gestion des conflits au sein des entreprises familiales

L'analyse des contextes organisationnels associés à la présence d'un actionnariat est indispensable pour une meilleure compréhension du raisonnement et de la stratégie des dirigeants d'entreprises familiales. En outre, cela nous permet de proposer un modèle explicatif de la mise en place de l'actionnariat salarié, en s'appuyant sur la gestion des conflits.

Contextes organisationnels favorables à la mise en place d'un actionnariat salarié

Les variables influant significativement sur la probabilité de présence d'un actionnariat salarié (cf. annexe 2) peuvent être classées en cinq catégories distinctes.

Au nombre de celles-ci, la taille (SIZE) et l'appartenance à certains secteurs constituent les variables de contingence les plus significativement associées à la présence d'un actionnariat salarié. Cela peut s'interpréter comme la nécessité d'assurer une plus forte cohésion et une meilleure coordination du personnel, lorsque l'entreprise voit croître sa taille ou lorsqu'elle opère dans des secteurs fortement concentrés et concurrencés, tels que la construction (BTP) ou l'automobile.

Les trois autres variables déterminantes sont la performance (ROE et MKCE), l'ancienneté de la cotation (AGE) et le pouvoir de l'actionnaire principal (ACT1). Les mesures de performance comptable ou boursière sont liées positivement à la présence d'un actionnariat salarié, tandis que l'inverse est observé en ce qui concerne les variables AGE et ACT1. Ainsi la probabilité de la présence d'un actionnariat salarié décroît avec l'ancienneté de cotation et le pouvoir de l'actionnaire principal, mais elle augmente lorsque le niveau de performance comptable et boursière s'élève.

Ces résultats permettent de mieux saisir les conditions d'implantation de l'actionnariat salarié dans les entreprises familiales. Les dirigeants disposant de perspectives de performance favorables sont certainement plus enclins à inciter leurs salariés à s'engager dans la voie de l'actionnariat. Ils peuvent y voir le moyen adéquat de réduire les conflits susceptibles de survenir entre salariés et actionnaires, notamment au sein des entreprises de grande taille et dans certains secteurs à forte concentration et concurrence. Opter pour l'implantation de l'actionnariat salarié constitue assurément un choix judicieux et cohérent lorsque le contrôle de l'actionnaire principal vient à baisser. Dans ces circonstances, c'est à une véritable instrumentation de l'actionnariat salarié, à des fins d'enracinement, à laquelle se livrent les dirigeants. La pérennité du contrôle familial est ainsi mieux défendue.

Fort de ces différentes observations, on peut expliquer l'introduction et le développement de l'actionnariat salarié à l'aide d'un modèle de gestion des conflits.

Proposition d'un modèle explicatif par la gestion des conflits

Desbrières (1997) rappelle qu'au-delà d'une certaine taille et d'une relative complexité[20], le dirigeant de l'entreprise « entrepreneuriale »[21] est conduit à partager le pouvoir en ouvrant son capital[22]. Toutefois, selon cet auteur, « tant que le dirigeant sera détenteur, seul ou avec sa famille, du capital lui assurant le pouvoir dans sa société, le nombre d'actions et de droits de vote qui seront concédés au personnel restera une variable mineure » (Desbrières, 1997, p. 391).

De ce point de vue, l'absence de corrélation significative (cf. annexe 3) entre les variables d'ancienneté (AGE) et de taille (SIZE), d'une part, et le contrôle de l'actionnaire principal (ACT1), d'autre part, indique la volonté des dirigeants de limiter le plus longtemps possible les effets de dilution subis par le bloc de contrôle familial à mesure que l'entreprise croît en taille. Aussi, tant que le contrôle familial est assuré, les dirigeants de l'entreprise familiale ne voient effectivement aucun intérêt à introduire un actionnariat salarié[23]. Ils disposent d'ailleurs d'un certain nombre de formules substitutives leur permettant d'accroître l'implication et la fidélisation de leurs salariés. C'est ainsi qu'il leur est loisible d'augmenter les niveaux de salaire et de formation (voir Allouche et Amann, 1995, 1997). En s'inspirant des modèles de capital organisationnel (Leana et Van Buren, 1999), on peut souligner que l'introduction d'un actionnariat salarié n'est pas sans engendrer des coûts non négligeables d'installation et de maintenance pouvant atténuer sensiblement la performance. Parmi ces coûts, on peut citer les coûts d'information et de formation, ainsi que l'ensemble des dispositifs de communication et de participation que l'actionnariat salarié exige pour produire les effets comportementaux attendus. On ne saurait, par ailleurs, sous-estimer les risques de conflits en présence de salariés disposant d'un droit de vote, et donc du pouvoir de contester certains choix, tels que la redistribution des richesses par exemple.

En revanche, lorsqu'un risque de perte de contrôle se fait jour, les dirigeants de l'entreprise familiale sont plus enclins à supporter les coûts organisationnels et financiers résultant de la mise en place d'un actionnariat salarié. Cependant, comme Gordon et Pound (1990) ou Chang et Mayers (1992) ont pu l'observer, une telle stratégie défensive peut être considérée par les actionnaires extérieurs, à tort ou à raison, comme un enracinement illégitime. Cela peut se traduire, lors de l'annonce du plan réservé aux salariés, par une rentabilité anormale négative. On en vient à

supposer, à l'instar de Conte et al. (1996), l'existence d'un biais significatif d'auto-sélection dans la relation positive observée entre actionnariat salarié et performance. En d'autres termes, la mise en place d'un actionnariat salarié, fût-ce à des fins d'enracinement, nécessite certainement, en guise de pré-requis, une performance supérieure. Dans le cas inverse, en présence d'une performance insuffisante, la mise en place d'un actionnariat salarié risquerait de pénaliser trop fortement l'entreprise, et pourrait même n'être guère plébiscitée par les salariés. Conformément au modèle de satisfaction extrinsèque (voir Klein, 1987), les dirigeants d'entreprises familiales minimiseront d'autant plus les risques d'échec de la mise en place d'un actionnariat salarié, que les performances supérieures de l'entreprise laisseront espérer, pour les salariés, de substantiels gains à venir.

Une fois l'actionnariat salarié mis en place, il n'est certes pas exclu que les dirigeants obtiennent, en retour, un renforcement de l'attachement des salariés à l'entreprise familiale[24], et peut-être à terme, une amélioration de la productivité et de la performance. Cependant, si l'actionnariat salarié est conçu initialement en tant que mécanisme de défense, force est de constater que sa contribution ultérieure à la performance des entreprises n'est pas irréfutable.

Conclusion

L'objectif premier de la présente recherche était d'examiner, de manière inédite, les relations pouvant être observées entre l'actionnariat salarié et la performance, à partir d'un échantillon significatif d'entreprises familiales cotées. À ce titre, l'étude permet de constater, au sein de ce type de firmes, l'existence de relations positives et significatives, entre la présence d'un actionnariat salarié et la performance.

L'analyse complémentaire des données permet d'aboutir à un modèle expliquant le recours à l'actionnariat salarié par les dirigeants d'entreprises familiales. En effet, lorsque le contrôle familial est fort, la présence de salariés actionnaires ne semble guère souhaitée, eu égard aux conflits qu'elle pourrait engendrer. En revanche, en présence d'un bloc de contrôle familial affaibli, l'actionnariat salarié peut être opportunément instrumenté à des fins d'enracinement. Mais, en l'occurrence, un risque de baisse de performance peut en résulter. De fait, on peut supposer que l'implantation d'un actionnariat salarié est principalement mise en œuvre dans les entreprises familiales affichant a priori une performance supérieure. Les dirigeants de telles entreprises acceptent alors d'endosser le coût organisationnel et financier de l'actionnariat salarié dans une perspective de pérennisation du contrôle familial leur garantissant une rente de situation.

Nonobstant l'intérêt de tels résultats, le thème de l'actionnariat salarié peut offrir nombre d'axes de recherches complémentaires. Il pourrait s'agir, par exemple, de confirmer l'existence de rentabilités anormales négatives lors de l'annonce de plans d'actionnariat salarié visant à conforter le contrôle familial. Par ailleurs, d'autres approches, telles que des études de cas longitudinales, faciliteraient l'approfondissement des interactions pouvant exister entre contrôle familial, actionnariat salarié, confiance, enracinement, conflits d'intérêts, risque et performance.

Références bibliographiques

Allouche, J. et B. Amann, « Le retour triomphant du capitalisme familial? », Cahier de recherche du LAREGO, Université de Saint-Quentin en Yvelines, série stratégie, , n°04, mars 1995, p. 1-22.

Allouche, J. et B. Amann, « Le retour triomphant du capitalisme familial », L'Expansion Management Review, juin 1997, p. 92-99.

Allouche, J. et B. Amann, « La confiance : une explication des performances des entreprises familiales », Economies et Sociétés, 1998, p. 129-154.

Arcimoles (d'), Ch.-H. et F. Brillet, « Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France / Grande-Bretagne / États-Unis, » Actes du Congrès de l'AGRH (Association française de Gestion des Ressources Humaines), Communication n°47, 2000.

Arcimoles (d'), Ch.-H. et S. Trébucq (à paraître), « Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises », Revue de Gestion des Ressources Humaines, 2000.

Astrachan, J.H. et T.A. Kolenko, "A Neglected Factor Explaining Family Business Success: Human Resources Practices", Family Business Review, 7, 3, automne 1994.

Bidault, F. et C. Jarillo, « La confiance dans les transactions économiques », dans Bidault, F., Gomez, P.Y. et G. Marion, Confiance, entreprise et société, Eska, 1995.

Borstadt, L.F. et T.J. Zwirlein, « ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance », Journal Of Financial And Strategic Decisions, 8, 1, printemps 1995, p. 1-13.

Chang, S. et D. Mayers, « Managerial vote ownership and shareholder wealth: Evidence from employee ownership plans », Journal of Financial Economics, 32, 1992, p. 103-131.

Chaplinsky, S. et G. Niehaus, « The Role of ESOPs in Takeover Contests », The Journal of Finance, XLIX, n°4, septembre 1994, p. 1451-1470.

Charreaux, G., « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière, Revue Economique, n°3, mai 1991, p. 521-552.

Charreaux, G., « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance, economies et sociétés », Sciences de Gestion, n°8-9, 1998, p. 47-65.

Conte, M.A., J. Blasi, D. Kruse et R. Jampani, « Financial Returns of Public ESOP Companies: Investor Effects vs. Manager Effects », Financial Analysts Journal, juillet/août 1996, p. 51-61.

Conte, M.A. et R. Jampani. Financial Returns of ESOPs and Similar Plans, Pensions, Savings, and Capital Markets. Washington DC : U.S. Department of Labor, 1996.

Daily, C. et T.H. Reushing, « Human Resources Management in Family Owned Companies », Journal of General Management, 5, 3, 1980, p 49-56.

Davidson, W. et D. Worell, « A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance », Akron Business and Economic Review, vol. 21, 1984, p. 7-19.

Davis, J.A. et R. Tagiuri. Bivalent Attributes of the Family Firm. Santa Barbara, CA : Owner Managed Business Institute, 1982.

Desbrières, P., « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », dans Charreaux G. éd., Le Gouvernement des Entreprises — Corporate Governance : Théorie et Faits, 1997, p. 361-395.

Dhillon, U.S. et G.G. Ramirez, « Employee stock ownership and corporate control: An empirical study », Journal of Banking and Finance, 18, 1994, p. 9-26.

Djelassi, M., « Structures de propriété, relation d'agence et performance des firmes françaises cotées en Bourse », Journal de la Société de Statistique de Paris, tome 137, n°3, 1996, p. 51-77.

Dondi, J., Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux, 1992.

Dondi, J., « L'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises : résultats empiriques », dans (Sous la dir. de) R. Le Duff, J. Allouche. Annales du Management, IAE de Nancy. Paris : Economica, 1992, p. 191-206.

Dyer, W.G. Jr.. Cultural Changes in Family Firms: Anticipating and Managing Business and Family Transitions. Jossey-Bass Publishers, 1986.

Evan, W. et R.E. Freeman, « A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism », dans Beauchamp, T.L. et N. Bowie (éds). Ethical Theory and Business. Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall, 1993, p. 75-84.

Gamble, J.E., « Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration », Journal of Business Venturing, 15, 2000, p. 433-447.

Gordon, L.A. et L. Pound, « ESOPs and corporate control », Journal of Financial Economics, 27, 1990, p. 525-555.

Hewitt Associates, « L'actionnariat salarié divise les entreprises patrimoniales », La Tribune, Édition du 25 mars 2002.

Hirigoyen, G. et T. Poulain-Rehm, « La politique de stock-options des entreprises familiales cotées : quelques résultats empiriques », Revue Finance, Contrôle, Stratégie, 3, 1, mars 2000, p. 139-167.

Jacquemin, A. et E. de Ghellinck, « Familial Control, Size and Performance in the Largest French Firms », European Economic Review, 13, 1980, p. 81-91.

Jensen, M.C. et W.H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Financial Economics, 3, 1976, p. 305-360.

Klein, K.J., « Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models », Journal of Applied Psychology, 72, 2, 1987, p. 319-332.

Kruse, D. et J. Blasi, « Employee Ownership, Employee Attitudes, and Firm Performance », NBER, Working Paper n °5277, 1995.

Lansberg, S., « Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap », Organizational Dynamics, 12, 1, 1983, p. 39-46.

Leana, C.R. et H.J. Van Buren, « Organizational Social Capital and Employment Practices », Academy of Management Review, juillet 1999, 24, 3.

Marens, R.S., A.C. Wicks et V.L. Huber, « Cooperating with the Disempowered, Using ESOPs to Forge a Stakeholder Relationship by Anchoring Employee Trust in Workplace Participation Programs », Business & Society, 38, 1, mars 1999, p. 51-82.

Markowitz, H.M., « Portfolio Selection », Journal of Finance, 7, 1, mars 1952.

MEDEF, « Associer tous les salariés aux bénéfices et aux risques de l'entreprise », Rapport du 14 mars 2000.

Mignon, S., « La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire? », Finance, Contrôle, Stratégie, 3, 1, 2000, p. 169-196.

Park, S. et M.H. Song, « Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders », Financial Management, 24, 4, hiver 1995, p. 52-65.

Pierce, J.L., T. Kostova et K.T. Dirks, « Toward a Theory of Psychological Ownership in Organizations », Academy of Management Review, 26, 2, 2001, p. 298-310.

Pugh, W.N., S.L. Oswald et J.S. Jr Jahera, « The effects of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are There Really Performance Changes? », Managerial and Decision Economics, 21, 2000, p. 167-180.

Romieu, N. et N. Sassenou, « Quels liens établir entre la structure d'actionnariat de la firme et ses performances économiques et financières? », Flash, Service de recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations, janvier 1996.

Shleifer, A. et R.W. Vishny, « Management Entrenchment — The Case of Manager-Specific Investments », Journal of Financial Economics, 25, 1989, p. 123-139.

Stulz, R., « Managerial Control Of Voting Rights — Financing Policies and the Market for Corporate Control », Journal of Financial Economics, 20, 1988, p. 25-54.

Annexe 1 : Déterminants de la performance et du risque des entreprises familiales

Formule 1				Formule 2		
Variables expliquées de performance :				Variables expliquées de risque :		
ROE	ROA	ROI	MKCE	RISKROE	RISKBETA	
Variables explicatives	Coefficient (t de student)	Coefficient (t de student)	Coefficient (t de student)	Coefficient (t de student)	Coefficient (t de student)	Coefficient (t de student)
(Constante)	6,446 (1,3)	7,108 (4,6)a	7,739 (2,4)b	0,651 (1,1)	32,258 (5,3)a	0,717 (4,3)a
ACT1	0,275 (3,4)a	0,075 (2,6)a	0,164 (3,1)a	- 0,007 (-2,8)a		
ASK	0,036 (2,7)a					
ASB	9,935 (2,9)a	5,048 (2,2)b	2,745 (3,4)a			
DEBT	- 0,064 (-3,9)a	- 0,029 (-5,0)a	- 0,053 (-5,0)a	- 0,001 (-2,4)b		

EGROWTH	- 0,144 (-3,5)a	0,207 (5,1)a	0,003 (2,8)a		
SIZE	- 6,601 (-3,6)a				
S04	2,203 (2,0)b	0,561 (3,5)a			
S09	8,847 (2,4)a	5,439 (2,3)b	3,459 (3,6)a	0,659 (5,0)a	
S12	0,646 (2,3)a				
ROA	- 0,017 (-3,3)a				
ROI	- 0,584 (-5,6)a				
MKCE	1,537 (5,1)a	0,036 (4,5)a			
RISKROE	- 0,222 (-3,7)a	- 0,086 (-4,3)a	- 0,134 (-3,6)a	0,038 (2,8)a	
RISKBETA	1,079 (1,9)c				
R^2 ajusté = 0,285 (N = 201) F = 14,274 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,285	R^2 ajusté = 0,207 (N = 201) F = 18,452 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,015	R^2 ajusté = 0,207 (N = 197) F = 11,260 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,061	R^2 ajusté = 0,221 (N = 201) F = 12,321 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,427	R^2 ajusté = 0,307 (N = 208) F = 23,922 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,158	R^2 ajusté = 0,399 (N = 225) F = 17,534 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,324
Variables explicatives exclues selon la méthode de régression "pas à pas" : LTDEBT, SGROWTH, APE, AGE, ROE, S01 à S03, S05 à S08, S10, S11.					

Notes : Les t de Student sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1 % ; b significatif au seuil de 5 % ; c significatif au seuil de 10 %.

VIF : « Variance Inflation Index »

Annexe 2 : Caractéristiques distinctives des entreprises familiales dotées d'un actionnariat salarié

La variable dépendante est ASB

(1) Prob (ASB=1) = Logit (Cte – 0,02 ACT1 + 0,02 ROE + 0,07 MKCE + 0,78 SIZE + 2,23 S05)

(6,3)b (6,2)b (5,4)b (14,2)a (7,5)a

Nagelkerke R^2 = 0,291 ; Khi-deux = 46,18 ; 5 ddl ; N = 193 ; Pourcentage de classification correcte : 76,68 %

(2) Prob (ASB=1) = Logit (Cte – 0,02 ACT1 + 0,02 ROE + 0,06 MKCE + 1,01 SIZE – 0,02 AGE + var. sect.)

(5,7)b (5,7)b (4,6)b (16,0)a (5,0)b

Nagelkerke R^2 = 0,423 ; Khi-deux = 56,02 ; 7 ddl ; N = 193 ; Pourcentage de classification correcte : 73,58 %

Notes : (1) : modèle logistique avec une régression ascendante; (2) : modèle logistique avec une régression descendante.

Les coefficients de Wald sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1 % ; b significatif au seuil de 5 %; c significatif au seuil de 10 %.

Var. sect. : variables sectorielles.

Annexe 3

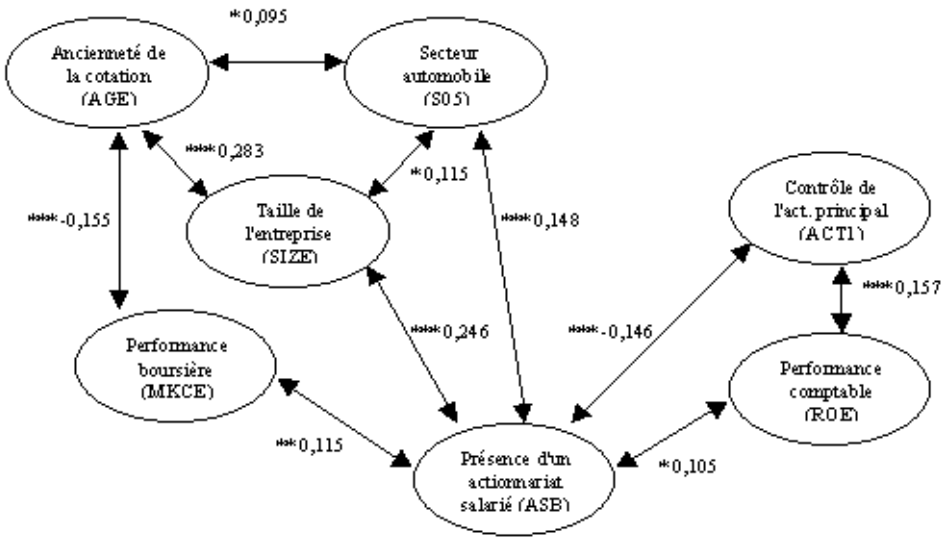
Annexe 3

Corrélations croisées entre les variables expliquant la présence d'un actionnariat salarié

	SIZE	AGE	ACT1	MKCE	ROE	S05	ASB
SIZE	1,000	*** 0,283	-0,091	-0,084	0,074	* 0,115	*** 0,246
AGE		1,000	0,016	*** -0,155	0,041	* 0,095	-0,063
ACT1			1,000	-0,090	*** 0,157	0,044	*** -0,146
MKCE				1,000	0,031	-0,089	** 0,115
ROE					1,000	-0,034	* 0,105
S05						1,000	*** 0,148
ASB							1,000

Notes : Coefficients de corrélation de Pearson ; * $p \leq 0.10$; ** $p \leq 0.05$; *** $p \leq 0.01$

Les corrélations significatives ($p \leq 0.10$) du tableau précédent peuvent être schématisées de la manière suivante :



Annexe 4 : Liste des variables

Variables de performance

ROE	Rentabilité sur fonds propres de l'année 2000
ROA	Rentabilité sur actifs de l'année 2000
ROI	Rentabilité sur capitaux investis de l'année 2000
MKCE	Capitalisation boursière sur capitaux propres pour l'année 2000

Variables de risque

RISKBETA	Bêta de la valeur pour l'année 2000
RISKROE	Écart-type de la rentabilité sur fonds propres sur les quatre exercices de 1997 à 2000

Variables d'actionnariat

ASB	Variable binaire (1=présence, 0=absence d'un actionnariat salarié fin 2000)
ASK	Pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires fin 2000
ACT1	Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire principal fin 2000

Variables de contingence (endettement, croissance, intensité capitalistique, secteur, âge, taille)

DEBT	Dette totale divisée par le montant des capitaux propres pour l'année 2000
LTDEBT	Dettes de long terme divisées par le montant des capitaux propres pour l'année 2000
SGROWTH	Variation du chiffre d'affaires entre 1999 et 2000
EGROWTH	Variation des effectifs employés entre 1999 et 2000
APE	Actifs par employé pour l'année 2000
S01	Variable binaire (1=appartenance au secteur de l'énergie, 0=autre)
S02	Variable binaire (1=appartenance au secteur des produits de base, 0=autre)
S03	Variable binaire (1=appartenance au secteur de la construction, 0=autre)
S04	Variable binaire (1=appartenance au secteur des biens d'équipement, 0=autre)
S05	Variable binaire (1=appartenance au secteur de l'automobile, 0=autre)
S06	Variable binaire (1=appartenance au secteur des biens de consommation, 0=autre)

S07	Variable binaire (1=appartenance au secteur de l'industrie agro-alimentaire, 0=autre)
S08	Variable binaire (1=appartenance au secteur de la distribution, 0=autre)
S09	Variable binaire (1=appartenance au secteur des autres services, 0=autre)
S10	Variable binaire (1=appartenance au secteur de l'immobilier, 0=autre)
S11	Variable binaire (1=appartenance au secteur des sociétés financières, 0=autre)
S12	Variable binaire (1=appartenance au secteur des sociétés d'investissement, 0=autre)
AGE	Nombre d'années depuis la première cotation en bourse
SIZE	Logarithme de l'effectif total employé en 2000

---

1 Différentes possibilités s'offrent aux salariés souhaitant acquérir des actions de leur entreprise (distribution directe d'actions dans le cadre de la participation, POA : plans d'options sur actions, PEE : plans d'épargne d'entreprise, PAS : plans d'actionnariat salarié, mécanisme de privatisation, achat direct d'actions par les salariés). Plus précisément, le phénomène de l'actionnariat salarié recouvre l'ensemble des politiques menées par les entreprises afin de permettre à leurs salariés de devenir détenteurs d'actions de leur entreprise dans le cadre d'un processus organisé, généralisé et à caractère volontaire. On entend par organisé, un processus encadré par des règles précises, par généralisé, un processus ouvert à l'ensemble des salariés non-dirigeants, et enfin par caractère volontaire, un processus auquel les salariés adhèrent librement. C'est, aujourd'hui, par le biais des FCPE (Fonds Commun de Placement d'Entreprise) que se réalise l'essentiel de l'actionnariat salarié.

2 Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe, Réalité de l'actionnariat salarié dans les sociétés françaises en 2000, Un inventaire inédit : données et dynamique, 20 juin 2001, p. 2.

3 Selon Allouche et Amann (1998), la définition la plus satisfaisante d'une entreprise familiale peut correspondre à celle retenue par Davis et Tagiuri (1982), à savoir : «… une organisation où deux ou plusieurs membres de la famille étendue influencent la marche (la direction) de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital ».

4 «L'actionnariat salarié divise les entreprises patrimoniales », La Tribune, édition du 25 mars 2002.

5 À ce titre, le MEDEF réclame la possibilité de préserver le contrôle des entreprises familiales en permettant d'offrir aux salariés un certain nombre d'actions sans droit de vote (Rapport intitulé « Associer tous les salariés aux bénéfices et aux risques de l'entreprise », 14 mars 2000).

6 L'indice IAS (Indice de l'Actionnariat Salarié), créé par la Fédération des Associations d'Actionnaires Salariés, est composé exclusivement d'entreprises appartenant à l'indice SBF250, dotées d'un actionnariat salarié « significatif », à savoir une proportion de salariés-actionnaires supérieure à 25 % du total du personnel, détenant globalement plus 3 % du capital.

7 Des auteurs, tels que Kruse et Blasi (1995), relèvent pour les grandes organisations la possibilité de phénomènes de « passager clandestin » dû à l'impact marginal d'un effort individuel sur la performance globale. À cela s'ajoute le problème théorique du ratio 1/N symbolisant la fraction du surplus redistribué à chaque salarié. Celle-ci diminue naturellement au fur et à mesure que l'effectif total employé N s'accroît. Pour ces différentes raisons, on peut supposer une moindre efficacité de l'actionnariat salarié dans les grandes structures.

8 Chang et Mayers (1992) mesurent lors de l'annonce de l'opération d'actionnariat salarié, à partir d'un modèle de marché classique, une rentabilité anormale négative de 2,11 % dans le cas d'un mécanisme de défense, et des rentabilités anormales positives dans les deux autres cas, soit 4,05 % dans le cas d'une concession salariale et 1,22 % dans le cas d'un outil de motivation.

9 Des recherches récentes, portant sur l'influence de l'actionnariat salarié sur les dépenses de recherche et développement (R&D), obtiennent des résultats contradictoires. Conformément aux prédictions de la théorie des

droits de propriété, Gamble (2000) observe une diminution des frais de R&D d'autant plus importante que les salariés détiennent une part croissante du capital. D'autres chercheurs, comme Pugh, Jahera et Oswald (1999) constatent, en revanche, une augmentation des dépenses de R&D à la suite de la mise en place d'un actionnariat salarié.

10 Davidson et Worell (1994) ont remarqué que l'écart de performance finit par disparaître dans les deux années qui suivent. Les auteurs avancent l'explication d'une dissolution progressive d'un effet d'annonce ou de court terme. Peut-être faut-il davantage y voir le résultat statistique agrégé de situations d'entreprises contrastées, pour lesquelles les effets de l'actionnariat sont plus ou moins favorables, selon le contexte et les modalités d'application.

11 Les entreprises familiales sont d'une performance supérieure en termes de rentabilité financière, de ratio de Marris, et de Q de Tobin pour Charreaux (1991), d'EBE sur chiffre d'affaires, de résultat sur chiffre d'affaires et de marge bénéficiaire pour Allouche et Amann (1995, 1997), de résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires, de résultat d'exploitation sur actif économique, et de Q de Tobin pour Djelassi (1996), et enfin d'EBE sur actif total et de rentabilité financière pour Romieu et Sassenou (1996).

12 On peut, en effet, estimer que la relation positive apparemment observée par Dondi (1992a, 1992b) entre actionnariat salarié et performance peut être biaisée par une sur-représentation des entreprises familiales au sein du groupe observé d'entreprises dotées d'un actionnariat salarié. Si tel était le cas, le véritable déterminant de la performance pourrait alors correspondre à la nature du contrôle familial des entreprises et non plus à l'actionnariat salarié.

13 « Parmi les multiples définitions, il est possible de retenir la suivante : " la présomption que, en situation d'incertitude, l'autre partie va agir, y compris face à des situations imprévues, en fonction de règles de comportement que nous trouvons acceptables " (Bidault et Jarillo, 1995) », Allouche et Amann (1998 p. 141).

14 Klein propose trois modèles différents et complémentaires de l'actionnariat salarié. Le premier, dit « intrinsèque », met en avant les effets bénéfiques de l'actionnariat salarié sur la satisfaction, à partir du sentiment de propriété entraîné par la détention d'actions. Le second, dit « instrumental », prend en considération les effets indirects de l'actionnariat salarié, comme vecteur et élément d'une gestion participative plus globale. Le troisième, dit « extrinsèque », conditionne l'effet positif de l'actionnariat à l'existence d'une récompense financière substantielle, permise par la détention d'actions.

15 La mise à jour du mois d'août 2001 de la base de données Worldscope a été utilisée, celle-ci intégrant naturellement les résultats de l'exercice comptable de l'année 2000.

16 La consultation de la liste des 500 plus grosses fortunes professionnelles (revue Challenges, N°160, juillet-août 2001) et du guide des sociétés cotées (Cofisem, 2001) a permis d'identifier comme « familiales » (Dyer, 1986) les entreprises détenues par une famille, ou celles détenues par un individu en position d'actionnaire principal. De plus, les sociétés contrôlées par ces mêmes firmes familiales ont également été considérées comme familiales. L'analyse de la composition du capital des entreprises restantes n'a pas permis de conclure à leur caractère familial.

17 La présence d'un actionnariat salarié (variable ASB) devient alors la variable expliquée du modèle de régression logistique.

18 Afin d'éviter tout problème de multicolinéarité, la seule variable de performance comptable retenue dans le modèle de régression logistique est la variable ROE (Return on equity) correspondant au ratio de rentabilité financière.

19 En effet, le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) montre que le rendement d'une valeur est composé de la progression de l'indice de marché multiplié par le bêta de la valeur, auquel s'ajoute une constante alpha spécifique à cette valeur.

20 La notion de complexité peut être ici associée à la fois à la taille, du fait de difficultés croissantes de communication au fur et à mesure que la taille progresse, et au secteur, en raison de la forte rivalité concurrentielle présente dans les secteurs fortement concentrés.

21 Les entreprises entrepreneuriales sont définies par Desbrières (1997) comme des « entreprises "fermées", au capital détenu pour l'essentiel par une famille dont l'un de ses membres, qui détient souvent la part la plus importante du capital, est dirigeant ».

22 Ce schéma de développement est conforme au modèle proposé par Jensen et Meckling (1976).

23 À titre personnel, les dirigeants peuvent recourir à l'attribution de stock-options (Hirigoyen et Poulain-Rehm [2000] ne relèvent à ce niveau aucune différence entre les entreprises familiales et non familiales).

24 On pourra se reporter sur ce point aux développements de la théorie psychologique de la propriété et de l'appropriation par les salariés d'objets symboliques comme les organisations, au travers de la détention d'actions (Pierce, Kostova et Dirks 2001).