



# Déterminants de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises

**Hanen MAALEJ**

Doctorante : UR « Gouvernance »

Université de Sfax

[maalej\\_hanen@yahoo.fr](mailto:maalej_hanen@yahoo.fr)

&

**Mohamed TRIKI**

Professeur de finance

Université de Sfax

[mohamed.triki@mes.rnu.tn](mailto:mohamed.triki@mes.rnu.tn)

**Résumé :** Cette étude aborde les déterminants de la présence et du développement des pratiques de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. Les hypothèses relèvent du cadre théorique de l'agence, dans lequel l'opportunisme des agents justifie la mise en oeuvre de mécanismes disciplinaires, notamment l'actionnariat salarié. L'échantillon est composé de 489 entreprises françaises non financières cotées au 31/12/02 dont 164 entreprises dotées de cette pratique. Les résultats suggèrent que la pratique de l'actionnariat salarié répond à une demande de renforcement du système de gouvernance. Par ailleurs, la pratique de l'actionnariat salarié semble aussi reliée à la nature des actifs existants et à la taille de l'entreprise.

**Mots clés :** actionnariat salarié, théorie de l'agence, gouvernance

**Abstract:** This paper investigates the determinants of the existence and the development of employee ownership in French company. Our hypotheses rely on the agency theory framework in which agents' opportunism justifies the implementation of monitoring mechanisms, such as employee ownership plan. The sample comprises 489 non financial companies treated in 31/12/2002. The results suggest that the firm uses this practice in order to increase the monitoring level. The use of employee stock ownership plan is affected by the human capital intensity of the firm and firm size.

**Keys words:** employee ownership, agency theory, corporate governance

## Introduction

L'actionnariat salarié (AS) a connu un accroissement considérable en France durant ces dix dernières années. La France compte près de 2,3 millions de salariés détenant des actions de la société qui les emploie<sup>1</sup>. Le montant investi est près de 32 milliards d'euros. L'AS ne constitue pas seulement un investissement financier, mais aussi, un enjeu en terme de pouvoir. Il s'articule sur la création d'une communauté d'intérêts entre actionnaires et salariés en ce qui concerne le développement de l'entreprise et le partage des gains qui en résultent. Malgré tout, cette réalité ne concerne qu'une entreprise française sur trois. Nous nous interrogeons sur les facteurs incitant les entreprises françaises à recourir à cette pratique.

Cette recherche poursuit un double objectif. Elle vise à dessiner les caractéristiques des entreprises dotées d'AS et à évaluer l'intensité des facteurs disciplinaires et incitatifs agissant sur cette pratique.

Cette analyse, en deux étapes, a l'avantage de dépasser le simple cadre de l'existence d'actionnariat salarié\_ qui peut, dans certains cas, revêtir un caractère formel\_ et s'intéresser de plus près aux conditions de son développement. Plus largement, cette contribution à la recherche des déterminants de présence et de développement de l'actionnariat salarié apporterait un éclairage sur le rôle et la contribution d'une telle pratique à renforcer les systèmes de gouvernance des entreprises françaises.

Nous organisons notre travail en deux parties. Dans la première partie, théorique, nous exposons les arguments qui justifient le recours à l'AS. Nos hypothèses relèvent du cadre théorique de l'agence qui postule que la reconnaissance de l'opportunisme des agents justifie la mise en place des mécanismes de gouvernance, notamment l'actionnariat salarié. La deuxième partie, empirique, sera réservée à la méthodologie adoptée et aura pour vocation d'exposer et de discuter les principaux résultats.

---

<sup>1</sup> Source : les Echos du 20/07/2007

## 1- Cadre théorique et hypothèses

La présente étude considère les déterminants d'une politique d'AS dans un paradigme contractuel. Ce paradigme stipule que la divergence d'intérêts entre les parties prenantes justifie la mise en place d'un système de gouvernance visant à limiter les problèmes d'agences. Eu égard la théorie d'agence, l'AS contribue à atténuer les conflits d'intérêts via la création d'un ensemble d'objectifs dont la réalisation génère des effets positifs pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Il est susceptible d'affecter deux types de relations d'agences : celles liant les salariés à leur entreprise ainsi que celles établies entre les actionnaires et les dirigeants.

S'agissant de la première relation, les conflits résultent de l'incomplétude des contrats, de l'asymétrie d'information ainsi que du caractère non diversifiable du capital humain. Ainsi, les salariés sont susceptibles d'adopter des comportements nuisibles d'ordre quantitatif ou qualitatif. De tels comportements sont synonymes de moindre performance (Desbrières, 2002). L'AS est alors dédiée à la prévention des attitudes opportunistes ainsi qu'à la réduction des coûts d'agences. En effet, les plans d'AS lie la richesse des salariés à l'évolution des cours boursiers. Ainsi, la recherche de plus-value incite les salariés à s'intéresser à la performance de l'entreprise et à adopter des attitudes positives et par conséquent les motive à performer (Pérotin et Robinson, 2003). Il apparaît que l'AS est associé à un niveau plus élevé de motivation au travail (Pierce et Rodgers, 2004). Il agit, aussi, positivement sur leur implication (Pendleton, 2001). Dans le contexte français, Fakhfakh (2004) montre que l'actionnariat salarié tend à réduire le départ des salariés. Celui-ci influe, également, sur la productivité au travail. En recourant à un échantillon de contrôle, Sesil et al (2007) montrent que les entreprises à actionnariat salarié sur-performent celles qui leurs sont associées en terme de productivité et de profitabilité.

Toutefois, la pratique de l'AS n'est pas dépourvue de problèmes qui peuvent mettre en jeu son efficacité. Etant donné que les efforts individuels n'ont que peu voire aucune influence sur l'évolution des cours boursiers (Sesil et al., 2006), et que tout accroissement de la performance se répartit à parts égales, cette situation favorise les comportements du passager clandestin (Desbrières, 2002 ; Oyer, 2004). Ce phénomène est d'autant plus accentué que la taille de l'entreprise est grande (Pendleton, 2006). En outre, la pratique de l'actionnariat salarié contredit les présupposés de la théorie de portefeuille qui considère la diversification comme une meilleure couverture contre le risque. Il est taxé d'exposer ceux qui le choisissent à des risques importants. D'autant plus que la période d'indisponibilité des titres empêche les salariés de se désengager. Une telle exposition au risque peut induire des effets pervers.

Outre les effets incitatifs de l'AS, la mise en œuvre de cette pratique introduit dans les entreprises une nouvelle source de pouvoir, définie par l'utilisation des droits attachés aux actions. Les salariés ont la possibilité d'assister aux assemblées générales et de faire entendre leurs voix. En outre, la législation française offre aux salariés la possibilité de siéger au conseil d'administration. Dans cette optique, l'AS joue plutôt un rôle disciplinaire, contribuant à renforcer le système de gouvernance. Desbrières (2002) affirme que la motivation des salariés actionnaires à contrôler efficacement les dirigeants est une fonction croissante de leurs investissements spécifiques à la firme, tant en capital humain qu'en actions. Les salariés actionnaires seront fortement incités à investir dans le contrôle. Les raisons qui stimulent cette incitation constituent une bonne garantie de l'efficacité de leurs actions. En plus, vu sa position dans l'entreprise, le salarié actionnaire élu administrateur a l'avantage d'accéder aux informations au moindre coût comparé aux autres administrateurs. Plusieurs études ont montré que la participation des salariés à la prise de décision contribue à un niveau supérieur de performance (Kruse et al., 2004 ; Fauver et al., 2006).

Néanmoins, cet aspect de contrôle des dirigeants par les salariés est redoutable. En effet, l'efficacité de leur contrôle est fortement contrainte par leur manque de liberté d'actions et de prise de parole. Ils n'ont aucun intérêt à aller à l'encontre de leurs supérieurs dont dépendent leurs carrières, adoptant ainsi un comportement passif. Dans le cadre de la relation dirigeant – salarié, deux mécanismes de dépendance semblent coexister : les contrats implicites et la coopération. D'ailleurs, l'AS peut être conçu en tant que mécanisme anti-OPA (Gordon et Pound, 1990). Dans plusieurs cas de figures, dirigeants et salariés peuvent s'allier contre une OPA (Pagano et Volpin, 2005 ; Rauh, 2006). Park et Song (1995) notent une baisse significative de la fréquence d'utilisation des mécanismes anti-OPA suite à la création d'un ESOP (Employee Stock Ownership Plan).

Nous étudions les déterminants de présence d'actionnariat salarié dans les entreprises françaises pour ses attributs incitatifs et de contrôle.

### **AS et distribution de dividendes**

Le versement de dividendes réduit les coûts d'agence relatifs au *free cash flow* (Jensen, 1986 ; LaPorta et al, 2000). Selon ces auteurs, la politique de dividende représente un mécanisme implicite de contrôle des orientations managériales. Son utilisation est d'autant plus importante que les coûts d'agence sont élevés. Le versement de dividende est aussi interprété comme une conséquence de l'activisme des actionnaires minoritaires contre leur expropriation par les actionnaires majoritaires (LaPorta et al., 2000).

**H1 : L'AS est associé positivement à un taux de distribution de dividende élevé.**

### **AS et endettement**

La théorie de l'agence postule que l'endettement est l'un des modes de résolution des conflits inhérents à la séparation des fonctions de décision et de contrôle (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986). L'idée soutenue est que l'endettement contraint les dirigeants à être plus

---

<sup>2</sup> Le *free cash flow* représente le cash-Flow (fonds discrétionnaires) disponible après financement de tous les projets à valeur actuelle nette positive. « Il est opérationnalisé sous la forme du revenu opérationnel avant prélèvement des amortissements, des charges d'intérêt et des impôts et taxes » (Poulain, 2005, p.206)

performants et les oblige à honorer leurs engagements envers les créanciers. Ils s'efforcent à sélectionner des projets créateurs de valeur afin d'éviter la faillite et sécuriser leur capital humain. S'agissant de la pratique des rémunérations incitatives, Ittner et al., (2003) et Uchida (2006) concluent à une influence négative de l'endettement sur la valeur des options offertes.

***H2 : L'AS est associé négativement à l'endettement.***

### **AS et concentration de l'actionnariat**

Le recours à l'actionnariat salarié devrait être lié à la structure de propriété des entreprises. Ginglinger (2002) avance que les conflits d'agences sont atténués en présence d'actionnaires majoritaires qui contrôlent les dirigeants et veillent à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Les résultats empiriques confirment, qu'en plus de leurs effets sur la performance, les actionnaires dominants influent également sur les décisions stratégiques et contraignent la liberté d'action des dirigeants. Dès lors, la probabilité de recourir à l'actionnariat salarié devrait croître lorsque le contrôle exercé par les actionnaires diminue.

***H3 : L'AS est associé négativement à la concentration du capital***

### **AS et intensité en capital humain**

Le facteur humain constitue une source difficilement reproductible permettant à l'entreprise d'acquérir un avantage compétitif vis-à-vis de ses rivaux et d'assurer une création durable de la valeur (Charreaux et Desbrières, 1998). Dès lors, toute entreprise caractérisée par une forte intensité en capital humain, a tout intérêt à attirer et à retenir des salariés hautement qualifiés, sur une durée suffisante afin de bénéficier de la production de ce capital humain. D'ailleurs, plusieurs auteurs préconisent l'utilisation de l'AS ou des stocks options dans les sociétés à fort potentiel de croissance, notamment celles opérant sur le domaine de l'informatique et de télécommunications. Celles-ci multiplient les moyens pour attirer et fidéliser un personnel hautement qualifié et innovateur (Ittner et al., 2003; Oyer et Scheafer, 2005).

***H4 : L'AS augmente avec l'intensité en capital humain.***

### **AS et opportunité de croissance**

Les entreprises à fort potentiel de croissance sont assorties d'une asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants (Kole, 1997). Le recours à l'actionnariat salarié allège les problèmes d'agence en agissant sur les comportements et les attitudes. Ittner et al., (2003) montrent que les entreprises qui présentent des opportunités de croissance importantes sont susceptibles d'émettre davantage d'actions au profit des salariés. Selon Core et Guay (2001), la probabilité de recourir à l'AS tend à croître en présence de fortes opportunités de croissance. Le raisonnement sous-jacent est qu'en présence d'opportunité de croissance, l'entreprise devrait accorder plus d'attention à son capital humain du fait qu'il est à l'origine de sa compétitivité. Le recours aux rémunérations incitatives répond non seulement à un but incitatif mais aussi pour ses attributs dans le processus d'attraction et de fidélisation des salariés.

***H5 : l'AS est associé positivement à un niveau élevé d'opportunités de croissance.***

### **AS et performance**

Pour formuler l'hypothèse d'un lien d'association entre la présence d'un plan d'AS et la performance des entreprises, notre argumentation se fonde sur une synthèse des études empiriques traitant le lien direct entre actionnariat salarié et performance. Park et Song (1995) perçoivent une augmentation de la performance \_mesurée par le Q de Tobin\_ les années suivantes à l'implantation de l'AS. En France, il existe peu d'études traitant cette problématique. Citons celle d'Arcimoles et Trébucq (2003) qui ont montré un lien positif mais non certain entre la présence de l'AS et la performance mesurée par ROE et ROI.

***H6 : l'AS est associé positivement à la performance.***

### **AS et risque**

La pratique de l'AS introduit le risque dans la rémunération des salariés. En devant actionnaire dans la société qui leur emploi, les salariés supportent un risque sur leur

patrimoine et un risque sur les emplois. De plus, les actions sont incessibles pendant la période d'indisponibilité, sauf en cas de déblocages exceptionnels prévus par la loi. De surcroît, les salariés actionnaires sont exposés à un risque financier considérable et non diversifiable. Cette concentration de risque pourrait les rendre vulnérables à toute évolution défavorable des cours, et par conséquent, pourrait mettre en question les effets incitatifs généralement attribués à l'actionnariat salarié. Sans oublier que plusieurs facteurs aussi bien internes (les décisions managériales) qu'externes (demande, concurrence..) agissent sur cette performance et échappent au contrôle des salariés. En revanche, Conte et Jampani (1996) relèvent une volatilité plus forte des titres en présence d'actionnariat salarié. Par contre, Brown et al., (2006), constatent un niveau de risque moins élevé dans les entreprises dotées d'un plan d'actionnariat salarié et que ces mêmes entreprises sont moins exposées au risque de faillite.

***H7 : L'AS est associé négativement au risque***

## **2. Approche empirique**

### **Echantillon et sources des données**

Sur 784 entreprises françaises cotées au 31/12/2002, seulement 680 ont des informations disponibles dans la base de données « Thomson One Banker ». Ensuite, à partir de la base de données « Dasfaliens », nous avons scindé l'échantillon en deux groupes selon la caractéristique étudiée. Prenant acte des éventuelles imprécisions de cette variable dans les bases de données financières, nous avons vérifié l'information recueillie dans les rapports annuels des sociétés. Par mesure de précaution, nous avons exclu toute entreprise ayant des informations ambiguës ou non précises. Dans ces conditions, nous avons retenu 583 entreprises. Nous avons exclu, aussi, les entreprises appartenant au secteur financier (SIC= 60- 69). L'échantillon final se compose de 489 entreprises dont 164 avec actionnariat salarié.



Cet échantillon a l'avantage de regrouper des entreprises cotées sur différents marchés. Un tel choix évite les biais induits par la surreprésentation des grands groupes.

L'actionnariat salarié est loin d'être généralisé. Il n'est pratiqué que dans 33,6% des entreprises. Dans leur majorité, celles-ci sont cotées sur le premier marché (78), ainsi que sur le second (61). Celles qui sont cotées sur le nouveau marché et le marché libre ne représentent que 15% des entreprises à actionnariat salarié.

**Tableau 1 : Répartition des entreprises selon le marché de cotation et le % d'AS**

	Premier marché	Second marché	Nouveau marché	Marché libre	TOTAL
<b>% AS &gt; 3%</b>	25	17	4	0	46
<b>% AS &lt; 3%</b>	51	44	16	5	116
<b>Moyenne (%AS)</b>	2,86	2,5	1,95	0,45	2,54
Total	78 (48%)	61 (37%)	20 (12%)	5 (3%)	164 (100%)

### **Variables de l'étude**

**Variables à expliquer** : Dans le cadre de cette recherche, nous retenons deux variables explicatives. La première est une variable binaire [AS] distinguant les entreprises à AS et celles non dotées de cette pratique, et ce quelque soit le pourcentage d'actions détenues par les salariés. La deuxième, est une variable continue [PAS] qui correspond au pourcentage d'actions détenues par les salariés.

### **Variables explicatives**

- **Concentration du capital** : En théorie, il existe plusieurs mesures de la concentration du capital. Elle peut être appréhendée par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire majoritaire ou encore par les cinq premiers actionnaires détenant au moins 5% du capital. Malheureusement, les bases de données manquent de précision sur cette variable. Compte tenu de la taille de l'échantillon, la collecte de ces variables à partir des rapports annuels s'avère une tâche relativement difficile. Ainsi, nous avons suivi Thomson et al (2007) qui ont appréhendé la concentration du capital par la variable **Block** qui représente le pourcentage

d'actions détenues par les « *Blockholder ownership*<sup>3</sup> » (tel qu'elle a été définie par la base de données *Worldscop*).

- **Endettement** : Généralement dans la littérature l'endettement a été approché par deux mesures. La première variable (**TD**) définie par le rapport entre l'endettement total et l'actif total. La deuxième, est le rapport entre les dettes à long terme et l'actif total (**LEV**) (Ittner et al., 2003).

- **Dividende** : Afin de spécifier la politique de dividende, nous utilisons le rendement en dividende (**DIV**) qui correspond au dividende par action divisé par le cours de l'action enfin de l'année fiscale.

- **Free Cash Flow** : A l'instar de Brown et al., (2006), nous retenons le rapport entre le résultat opérationnel et l'actif total comme indicateur du « *free cash-flow* » de l'entreprise (**FCF**).

- **Performance** : La performance est appréhendée à travers deux variables : la rentabilité des actifs (**ROA**) et la rentabilité des fonds propres (**ROE**) (d'Arcimoles et Trébucq, 2004).

- **Risque** : Pour évaluer le risque, nous retenons deux mesures complémentaires. La première boursière, correspondant au coefficient bêta qui mesure la sensibilité du titre aux variations du marché (**Bêta**). La seconde mesure (**Risk**), comptable, est égale à l'écart type de la rentabilité des fonds propres (ROE), sur 5 ans (1998-2002). (D'arcimoles et Trébucq 2003 ; Uchida, 2006).

- **Opportunités de croissance** : Il existe différentes mesures des opportunités de croissance dans les travaux empiriques. Brown et al.,(2006) et Uchida (2006) utilisent le Book to Market comme proxy des opportunités de croissance. Frye (2004) évalue les opportunités de

---

<sup>3</sup> « Blockholder Ownership is measured by the fraction of « closely held shares », which includes :

- Shares held by owners who hold more than 5%
- Shares held by officers, directors and their families
- Shares held in trust
- Shares held by another corporation (except those under a bank's fiduciary duty), and
- Shares held by pension/ benefit plans (Worldscop / Thomson One Banker 2007)

croissance moyennant le ratio des dépenses en Recherche et Développement sur le chiffre d'affaires. Dans le cadre de ce travail, les opportunités de croissance sont approchées par le *market -to- book* (MTB) et le montant des dépenses en recherches et développement sur le Chiffre d'affaire (RD).

- **Intensité en capital humain** : S'agissant des variables reflétant l'intensité en capital humain, nous suivons Kalmi et al., (2006) qui l'ont mesurée par le logarithme des actifs intangibles (INTANG).

- **Taille** : la taille de l'entreprise est appréhendée par le logarithme de l'effectif total des employés (Taille).

### **Variables de contrôles**

A côté des variables précédemment discutées, deux variables ont été incluses dans le modèle, en raison de leur importance dans les études antérieures.

- **Ancienneté de cotation**, mesurée par le nombre d'années entre la date d'introduction et l'année 2002. (D'arcimoles et TRébucq, 2003).

- **Secteur d'activité** : L'appartenance sectorielle influe sur la décision d'implantation d'une politique d'actionnariat salarié. Nous avons regroupé les entreprises en 12 secteurs d'activités selon la classification de Campell (1996).

### **Résultats et interprétations**

Une analyse comparative des sociétés selon le critère d'adoption d'une politique d'AS fait apparaître plusieurs différences. Les entreprises avec actionnariat salarié disposent d'une taille significativement plus importante et d'un taux d'endettement plus élevé. Celles-ci se distinguent, aussi, par une proportion élevée d'actifs intangibles et d'une volatilité plus forte de leurs titres. En revanche, nous constatons une moindre variation de leur rentabilité financière. Elles disposent, par ailleurs, d'une structure de capital plus diluée et versent plus

de dividendes. Enfin, la moyenne de l'ancienneté de cotation des entreprises avec AS est supérieur à celui des entreprises sans AS.

**Tableau 2 : Caractéristiques des entreprises à AS**

	<b>Moyenne Ent Avec AS</b>	<b>Moyenne Ent Sans AS</b>	<b>Test de Mann-Whitney</b>
<b>Block</b>	49,5	64,72	<b>,000***</b>
<b>TD</b>	24,6	21,84	<b>,007***</b>
<b>LEV</b>	16,08	11,90	<b>,000***</b>
<b>DIV</b>	21,66	14,89	<b>,000***</b>
<b>CF</b>	7,04	12,45	,149
<b>ROA</b>	1,88	6,37	,326
<b>ROE</b>	5,25	15,48	<b>,039**</b>
<b>Bêta</b>	1,103	0,61	<b>,005***</b>
<b>RISK</b>	37,43	63,52	<b>,000***</b>
<b>MTB</b>	1,82	-0,59	<b>,052*</b>
<b>RD</b>	5,51	23,52	<b>,089*</b>
<b>INTANG</b>	4,25	1,16	<b>,000***</b>
<b>TAILLE</b>	8,22	6,1	<b>,000***</b>
<b>ANCOT</b>	11,87	8,16	<b>,001***</b>

\*, \*\*, \*\*\* signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

A propos des facteurs révélateurs d'une politique d'actionnariat salarié, les résultats des régressions logistiques présentés dans le tableau 3, relatifs à celle-ci confirment certaines de nos hypothèses.

La structure d'actionnariat paraît une variable cruciale dans le classement des entreprises de l'échantillon selon la caractéristique étudiée. Il est constaté, aussi, que la probabilité de présence de l'actionnariat salarié baisse significativement avec la concentration du capital.

En plus, les entreprises à actionnariat salarié distribuent plus de dividendes. En effet, le coefficient obtenu est positif et significatif au seuil de 5%. Ce résultat rejoint les prescriptions de la théorie d'agence, qui analyse le versement de dividende comme la manifestation d'un contrôle efficace de la part des actionnaires sur les dirigeants.

Tableau 3 : Facteurs associés à la présence d'AS

	I	II	III	IV
<b>Block</b>	<b>-0,043***</b>	<b>-0,049***</b>	<b>-0,041***</b>	-0,055
<b>TD</b>	<b>-0,031**</b>		<b>-0,028*</b>	-0,010
		<b>-0,037*</b>		
<b>DIV</b>	<b>0,227**</b>	<b>0,356**</b>	<b>0,246**</b>	<b>0,176*</b>
<b>CF</b>			-0,024	
<b>ROA</b>	-0,029	-0,004		-0,005
<b>ROE</b>	<b>0,009*</b>	<b>0,002*</b>	<b>0,014*</b>	
<b>Bêta</b>	<b>1,120***</b>	<b>1,603***</b>	<b>1,869***</b>	<b>1,165***</b>
<b>RISK</b>				<b>-0,006**</b>
<b>MTB</b>	<b>0,312***</b>	<b>0,247*</b>	<b>0,392***</b>	<b>0,402***</b>
<b>RD</b>	-0,011	-0,032	-0,045	0,013
<b>INTANG</b>	<b>1,163***</b>	<b>1,380***</b>	<b>1,625***</b>	
<b>Taille</b>				<b>1,217***</b>
<b>ANCOT</b>	-0,007	-0,025	-0,041	-0,009
<b>COMMERCE</b>	<b>0,945*</b>	<b>0,774</b>	<b>0,834*</b>	0,725
<b>TRANSPORT</b>	<b>1,762**</b>	<b>2,781***</b>	<b>3,596***</b>	0,616
<b>MANUFACT</b>	<b>1,309**</b>	<b>1,138*</b>	<b>2,355***</b>	0,373
<b>constante</b>	<b>-4,412***</b>	<b>-5,441***</b>	<b>-6,790***</b>	<b>-9,396***</b>
<b>N</b>	<b>277</b>	<b>275</b>	<b>271</b>	<b>270</b>
<b><math>\chi^2</math></b>	<b>202,188***</b>	<b>218,341</b>	<b>227,799***</b>	<b>187,563</b>
<b>R<sup>2</sup> de Cox &amp; Snell</b>	<b>0,518</b>	<b>0,548</b>	<b>0,569</b>	<b>0,501</b>
<b>R<sup>2</sup> de Nagelkerke</b>	<b>0,710</b>	<b>0,745</b>	<b>0,775</b>	<b>0,682</b>
<b>Classement</b>	<b>86,6%</b>	<b>86,9%</b>	<b>88,9%</b>	<b>81,9%</b>

\*, \*\*, \*\*\* signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

Dans le même ordre d'idée, LaPorta et al., (2000) interprètent le versement de dividende comme étant le signe de l'activisme des actionnaires minoritaires contre leur expropriation. En effet, l'actionnariat salarié peut contribuer à renforcer le contrôle de l'équipe dirigeante par la participation des salariés actionnaires aux organes de gestion. De même, ils peuvent s'allier avec les actionnaires minoritaires afin d'agir contre leur spoliation par les actionnaires majoritaires. En effet, les salariés actionnaires se distinguent par un niveau de risque plus élevé et une aptitude à acquérir les informations au moindre coût ce qui peut rendre leurs actions plus efficaces. Ce raisonnement concorde aussi avec l'étude de Fauver et al., (2006) qui montrent que la participation des salariés au conseil d'administration tend à accroître la probabilité de versement de dividende dans les entreprises allemandes.

Le rôle disciplinaire attribué à l'AS semble être confirmé. Notre résultat s'aligne avec celui d'Arcimoles et Trébucq (2004) qui montrent que l'actionnariat salarié est d'autant moins répondu que le contrôle familial est fort. Nous pouvons en déduire que les entreprises françaises intègrent l'actionnariat salarié dans leurs politiques de rémunérations afin de renforcer leur système de gouvernance.

En revanche, les variables afférentes à la performance de l'entreprise semblent être moins influentes. Nous dégagons un coefficient significatif compris entre 0,002 et 0,014 pour le **ROE**. Par contre, le coefficient de la variable **ROA** est non significatif. Ce constat va dans le sens des conclusions de Frye (2004).

Par ailleurs, nous anticipons une relation négative entre le risque et la pratique d'actionnariat salarié. Le signe obtenu pour la volatilité du titre est contraire à nos anticipations. Il ressort que l'actionnariat salarié est associé positivement au risque (mesuré par le coefficient bêta du MEDAF). Notre résultat rejoint ceux de Sesil et al., (2006) qui expliquent cette relation en raison des effets négatifs d'un niveau de risque élevé sur les comportements et les attitudes des salariés.

Toutefois, le tableau 3 indique que la variable **RD** affiche un signe contraire aux prévisions mais non significatif, alors que la variable **MTB** affiche le signe attendu.

Nous constatons que le recours à l'AS est plus probable dans les entreprises à forte intensité en capital humain. Le coefficient relatif à la variable **INTANG** est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Nos résultats corroborent avec ceux de Frye (2004), Ittner et al., (2003) et Sesil et al (2006). Les entreprises semblent introduire l'AS afin d'attirer et conserver leur capital humain spécifique. D'après, Core et Guay (2001) et Kroumova et Sesil (2006), plus le capital humain est spécifique plus il devient difficile à contrôler, et au lieu de s'investir dans le *monitoring*, il est préférable de recourir aux rémunérations incitatives, notamment l'actionnariat salarié.

Concernant l'influence de l'appartenance sectorielle, les résultats n'affichent aucune association significative entre la répartition sectorielle \_selon la classification de Campell (1996)\_ et la pratique de l'AS. Toutefois, à l'instar de Fauver et al., (2006), nous avons cherché à tester si l'AS est plus présent dans des secteurs qui requièrent une forte coordination, implication et plus de spécialisation. Ces auteurs spécifient trois secteurs : commerce (SICs = 50-59) ; transport (SICs= 40-49) et manufacturier (SICs = 28-29, 33-39). Il apparaît que dans nos trois premières régressions les coefficients afférents aux variables relatives à ces secteurs sont positifs et significatifs. Enfin, ce sont essentiellement les firmes de taille importante qui pratiquent l'AS.

Ces premiers résultats apportent une première confirmation limitée de nos hypothèses. Cette analyse considère aussi bien les entreprises ayant une politique d'actionnariat salarié développée que celles dotées d'une politique très modérée. La prise en compte du pourcentage de la participation des salariés au capital permet une analyse plus précise du phénomène. Nous avons recouru aux régressions linéaires pour examiner si les facteurs révélateurs d'une politique d'AS varient avec le pourcentage d'actions détenues par les salariés. Les résultats sont récapitulés dans le tableau 4. Dans l'ensemble, les variables retenues expliquent une part importante du pourcentage d'actions accordées aux salariés. Les coefficients R2 ajustés sont compris entre 0,545 et 0,646 et la qualité d'ajustement du modèle est élevée (F compris entre 9,377 et 14,419, tous les deux significatifs au seuil de 1%).

Bien que certaines variables sont révélatrices de la pratique de l'actionnariat salarié, elles ne contribuent pas à expliquer le pourcentage d'actions détenues par les salariés, s'agissant de la volatilité du titre, de l'intensité en capital humain et de l'appartenance sectorielle.

Tableau 4 : déterminants du pourcentage d'actions détenues par les salariés

	I	II	III
<b>constante</b>	<b>3,265***</b>	<b>3,211***</b>	<b>2,249***</b>
<b>Block</b>	<b>-0,357***</b>	<b>-0,365***</b>	<b>-0,420***</b>
<b>TD</b>	<b>-0,159**</b>		
		<b>-0,174**</b>	<b>-0,181***</b>
<b>DIV</b>	<b>0,686***</b>	<b>0,698***</b>	<b>0,754***</b>
<b>CF</b>	<b>-0,272***</b>	<b>-0,287***</b>	0,009
<b>ROA</b>	-0,003	-0,009	-0,003
<b>ROE</b>	<b>0,206**</b>	<b>0,222**</b>	
<b>Bêta</b>	-0,020	-0,021	-0,045
<b>RISK</b>			<b>-0,144*</b>
<b>MTB</b>	<b>0,155*</b>	<b>0,162*</b>	0,108
<b>RD</b>	0,016	0,016	0,002
<b>Intang</b>	0,005	0,013	
<b>Taille</b>			<b>0,148*</b>
<b>ANCOT</b>	<b>-0,147*</b>	<b>-0,163*</b>	<b>-0,279***</b>
<b>Trade</b>	0,091	0,078	0,071
<b>Transport</b>	-0,063	-0,075	-0,039
<b>manufact</b>	-0,027	-0,040	-0,062
<b>N</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>105</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,603</b>	<b>0,605</b>	<b>0,694</b>
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	<b>0,553</b>	<b>0,545</b>	<b>0,646</b>
<b>F</b>	<b>9,377***</b>	<b>10,054***</b>	<b>4,419***</b>

\*, \*\*, \*\*\* signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

Conformément aux prescriptions de la théorie d'agence qui préconise l'utilisation de l'AS à des fins de contrôle, il apparaît que le pourcentage d'actions détenues par les salariés est une fonction décroissante de la concentration du capital. L'influence de l'endettement apparaît également négative, à un seuil de signification statistique de 5%, dans les trois modèles. En revanche, le versement de dividende est associé positivement au développement de l'AS ; Dans le même temps, l'influence de la performance (ROE) apparaît plus déterminante. Ceci renforce l'idée d'une association entre LA pratique de l'actionnariat salarié et un niveau élevé de performance.



En outre, conformément à nos anticipations, plus le pourcentage d'actions entre les mains des salariés augmente moins la variabilité du résultat est importante, limitant ainsi le risque supporté par les salariés. Notons que le montant des frais de recherche et développement ainsi que le ROA n'ont aucun pouvoir explicatif dans la détermination de la politique d'actionnariat salarié. Enfin, la taille et les opportunités de croissance influent positivement sur le développement de cette pratique.

Par ailleurs, nous avons constaté que le pourcentage d'actions détenues par les salariés diffère dans plusieurs cas de celui des droits de votes. Ainsi, nous avons reconduit la régression linéaire en utilisant le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés comme variable dépendante. Les résultats restent semblables à ceux présentés.

## **Conclusion**

Cette étude s'inspire des recherches anglo-saxonnes établies sur les déterminants des politiques d'actionnariat salarié et des stocks options. Notre ambition de départ était d'étudier les déterminants de décisions d'intégration de l'actionnariat salarié dans les politiques de rémunérations. Malheureusement, cette ambition s'est trouvée compromise, faute d'informations sur la date d'adoption de cette pratique dans les rapports annuels des entreprises dotées d'une politique d'actionnariat salarié. Ainsi, Nous avons cherché à déterminer les facteurs révélateurs de l'usage de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises.

Les résultats mettent, tout d'abord, en avant plusieurs facteurs pour expliquer l'attrait à la pratique de l'actionnariat salarié. Elles montrent que la concentration du capital, le niveau d'endettement, le versement de dividende, la variabilité du résultat, les opportunités de croissances ainsi que la part des actifs intangibles et la taille de l'entreprise sont des

déterminants incontournables de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. En dépit des différences législatives, fiscales ainsi qu'aux pratiques des rémunérations incitatives, notamment les stocks options et l'actionnariat salarié entre les pays, certaines de nos hypothèses sont en accord avec la littérature anglo-saxonne (Brown et al., 2006 ; Core et Guay, 2001 ; Frye, 2004 ; Ittner et al, 2003).

Les analyses des régressions logistiques suggèrent que l'existence de l'actionnariat salarié est associée négativement à la concentration du capital et à l'endettement, ce qui est conforme aux prédictions de la théorie de l'agence. Ainsi, la pratique de l'actionnariat salarié semble être affectée par des enjeux disciplinaires. Ces motivations disciplinaires expliquent non seulement son existence mais agissent aussi sur son expansion. Toutefois, l'association entre l'actionnariat salarié et la performance est moins évidente d'après nos résultats. Ceci peut s'expliquer par le fait que les entreprises de notre échantillon ont des titres plus volatiles, ce qui peut mettre en jeu les effets positifs présumés de l'actionnariat salarié. Cependant, les résultats n'excluent pas le recours à l'actionnariat salarié pour ses attributs incitatifs.

Cette étude a pu modestement contribuer à cerner les raisons qui motivent les entreprises françaises à intégrer l'actionnariat salarié dans leur politique de rémunération. Cependant, la relation associant actionnariat salarié et performance reste marginale et incertaine. Il s'avère pertinent d'explorer ce lien de causalité à la lumière des résultats trouvés.

## Annexe1 : Répartition sectorielle

Nous présentons la répartition de l'échantillon par secteur d'activité en utilisant le code SIC (the two-digit Standard Industrial Classification), selon la classification de Campell (1996).

Secteur	Codes SICs	N Total	%	N ENT. avec AS	%
Agroalimentaire et Tabac	1, 2, 9, 20, 21, 54	33	6,8	11	33
Commerce et Industrie textile	22, 23, 31, 51,53, 56, 59	63	12,9	13	21
Consommations durables	25, 30, 36, 37,50, 55, 57	94	19,2	33	35
Construction et Equipement	15,16, 17,32, 34, 35, 52	67	13,8	27	36
Industrie de base	10, 12, 14, 24,26, 28, 33	42	8,6	20	40
Loisir	27, 58, 70, 78, 79	30	6,2	8	26
Pétrolier	13,29	7	1,4	2	25
Service	72, 73, 75, 76,80, 82, 87, 89	125	25,6	38	29
Transport et utilités	40-49	27	5,5	12	43
<b>Total</b>		488	100	164	33,6

## Bibliographie

D'ARCIMOLES CH.A. et TREBUCQ S. (2003), « Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises », *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°48, pp.2-15.

D'ARCIMOLES CH.A. et TREBUCQ S. (2004), « L'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises : Rôles et instrumentation », *Revue Gouvernance*, n°1.

BROWN J.R., LIANG N. and WIESBENNER S. (2006), « 401 (K) matching contributions in company stock: costs and benefits for firms and workers », *Journal of Public Economics*, n°90, pp.1315-1346.

CAMPBELL J. (1996), « Understanding risk and return », *Journal of Political Economy*, n°104, pp. 298-345.

CONTE M.A., KRUSE B.D. and JAMPANI R. (1996), « Financial returns of public ESOP companies: Investor effects vs. Manager effects », *Financial Analysis Journal*, pp. 51-61.

CORE J. and GUAY W. (2001), « Stock Option Plans for Non-Executive Employees », *Journal of Financial Economics* n°612, pp. 253-87.

CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, n°2, pp. 57-88.

CORMIER D., MAGNAN M. et FALL M. (1999), « L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme : une étude canadienne », *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 25-49.

DESBRIÈRES P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, n°141, pp 255-281.

FAKHFAKH F. (2004), « The effect of profit sharing and employee share ownership on quits: evidence from a French panel firms, employee participation, firm performance and

survival », *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms*, vol.8, pp 129-147.

FAUVER L. and FUERST M.E. (2006), « Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards », *Journal of Financial Economics*, n°82, pp. 673–710.

FRYE M. (2004), « Equity-Based Compensation for Employees: Firm performance and determinants », *Journal of Financial Research*, n°27, pp. 31-54.

GINGLINGER E. (2002), « L'actionnaire contrôleur », *Revue Française de Gestion*, n°141, pp. 37-55.

GORDON L.A. and POUND L. (1990), « Esops and corporate control », *Journal of Financial Economics*, n°27, pp. 525-555.

ITTNER C., LAMBERT R., and LARCKER D. (2003), « The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms » *Journal of Accounting and Economics*, n°4, pp.89–127.

JENSEN M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, n°2, pp. 323-329.

JENSEN M. C. and MECKLING, W. H., 1976, « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, n°3, pp. 305–360.

JONES D.C., KALMI P., and MÄKINEN M. (2006), « The Determinants of Stock Option Compensation: Evidence from Finland », *Industrial relations*, n°3, pp. 437- 468.

LAPORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. and VISHNY R.W. (2000), «Agency problems and dividend policies around the world», *Journal of Finance*, n°55, pp.1–33.

KOLE S.R. (1997), « The complexity of compensation contracts », *Journal of Financial Economics*, n°43, pp.79-104.

KRUSE D. (2002), « Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership », *Journal of employee ownership, law and finance*, n°4, pp 65-90.

KRUSE D., FREEMAN R. , BLASI J. ,BUCHELE R. , SCHARF A., RODGERS L. , MACKIN C. (2004), « Motiving Employee-owners in ESOP firms : Human Resources Policies and Company Performance, in *Employee Participation, Firm Performance and Survival* », *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, pp. 101-127, Elsevier.

OYER P. (2004), « Why do firms use incentive that have no incentive effects? », *Journal of Finance*, n° 4, pp. 1619-1649.

OYER P. et SCHAEFER S. (2005), « Why do some firms give stock options to all employees?: an empirical examination of alternative theories », *Journal of Financial Economics*, n°76, pp. 99-133.

OYER P. et SCHAEFER S. (2006), « Costs of broad-based stock option plans », *Journal of Financial Intermediation*, n°15, pp. 511-534.

PAGANO M. et VOLPIN P.F. (2005), « Managers, Workers and Corporate Control », *Journal of Finance*, n°9, pp. 841-867.

PARK S. et SONG M.H. (1995), « Employee Stock Ownership Plans, firm performance and monitoring by outside block holders », *Financial Management*, n°24, pp. 52-65.

PENDLETON A. (2001), « Employee ownership, participation and governance: a study of ESOPs in the UK », Routledge, London and New York.

PENDLETON A. (2006), « Incentives, monitoring and employees stock ownership plans: new evidence and interpretations », *Industrial Relations*, n°45, pp. 753-775.

PÉROTIN V. et ROBINSON A. (2003), « Participation aux bénéfices et actionnariat salarié: les éléments du débat », *Parlement européen, Direction générale des études, Document de travail*.

PIERCE J.and RODGERS L. (2004), « The Psychology of Ownership and Worker-Owner Productivity », *Group and Organization Management*, vol.29, n°5, pp 588-613.

PUGH W.N., OSWALD S.L. et JAHERA J.S.(1999), « ESOP's, takeover protection and corporate decision making » , *Journal of Economics and Finance*, n°23, pp.170-185.

RAUH J.D, (2006), « Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense? », *Journal of Financial Economics*, n° 81, pp.379-410.

SESIL J., KRUSE D.and BLASI J. (2001), « Sharing ownership via employee stock ownership », United Nations University, WIDER, Discussion paper n° 2001/25.

SESIL J.C , KROUMOVA M.K (2006),« Intellectual Capital, Monitoring, and Risk: What Predicts the Adoption of Employee Stock Options? » *Industrial relations*, n°4, pp. 734-752.

SESIL J.C , KROUMOVA M.K , KRUSE D.K et BLASI J.R (2007), « Broad-based employee stock options in the U.S.– company performance and characteristics », *Management revue*, n°18, pp. 5-23.

UCHIDA K. (2006), « Determinants of stock option use by Japanese companies », *Review of Financial Economics*