

# L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur ?\*

Stéphane TREBUCQ

Université Montesquieu-Bordeaux 4

*Classification JEL* : G320

## *Correspondance* :

Université Montesquieu – Bordeaux 4

Centre de Recherche en Contrôle et Comptabilité Internationale (CRECCI)

Avenue Léon Duguit 33 608 Pessac

Tél. : 05.56.07.68.80.

Email : trebucq@montesquieu.u-bordeaux.fr

*Résumé* : L'objet de la présente recherche consiste à identifier dans quelle mesure la performance se trouverait accrue par la présence simultanée d'un actionnariat salarié et d'un contrôle familial. L'étude menée à partir de 109 entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 250 tend à confirmer le niveau significativement supérieur de création de valeur des entreprises familiales, alors qu'elles recourent proportionnellement beaucoup moins à l'actionnariat salarié. L'impact, supposé positif, de l'actionnariat salarié sur la performance n'est pas confirmé. L'étude permet d'observer un contrôle plus faible de l'actionnaire principal en présence d'un actionnariat salarié. Cette situation révèle une instrumentation de l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement familial.

*Mots clés* : actionnariat salarié – contrôle familial – création de valeur – enracinement

*Abstract* : The present study investigates the impact on wealth creation for shareholders when businesses are both family-owned and have ESOPs. Using data for 109 large quoted French firms from the SBF250 index, the study tends to confirm that family-controlled firms create more shareholder value but open their capital to non-management employees less often than non-family businesses do. The supposed positive impact of non-managing employee ownership on wealth creation is not confirmed. It is interesting to observe that the principle shareholder possesses a weaker block of power when there is a non-management employee ownership. This fact tends to show the instrumentation of non-management employee shareholders in order to entrench the family ownership and control.

*Key words* : ESOP (employee share ownership plan) – family control – wealth creation – entrenchment.

\* L'auteur exprime toute sa reconnaissance aux deux rapporteurs pour l'ensemble des remarques et des conseils qu'ils ont bien voulu lui prodiguer.

L'actionnariat salarié<sup>1</sup>, même s'il concerne aujourd'hui près du tiers des entreprises françaises cotées<sup>2</sup>, reste pourtant un objet d'étude peu fréquent. Cependant, une enquête réalisée auprès de quelque deux cents analystes financiers européens confirme non seulement le vif intérêt dont ils témoignent pour le sujet, mais également leur volonté d'être mieux informés en la matière<sup>3</sup>. Récemment l'adoption, en France, d'une nouvelle loi ayant trait à l'épargne salariale (loi Fabius du 20 février 2001), est venue nourrir nombre de débats au sein de la classe politique. Nonobstant, on observe que la question de l'actionnariat salarié n'a jamais été abordée sous l'angle de la structure de propriété des entreprises. Cet aspect mérite néanmoins une attention toute particulière pour quiconque souhaite mieux comprendre les effets éventuels de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale. À ce sujet, de récentes études, prenant pour référence l'indice SBF250, sont particulièrement incitatives. Non seulement, elles ont pu mettre en évidence la surperformance boursière des entreprises « familiales »<sup>4</sup> (indice des so-

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe, « Quel regard portent les analystes financiers et les investisseurs européens sur l'actionnariat salarié ? », 30 novembre 2000.

<sup>4</sup> Selon la société Oddo & Cie, une entreprise familiale est une firme dans laquelle le contrôle est exercé par des personnes physiques (propriétaires), disposant au minimum d'un pouvoir de nomination et de révocation des dirigeants, et dont les actions détenues constituent l'essentiel de leur patrimoine. De plus, la pérennité de l'actionnariat doit y être assurée, ce dernier point conduisant à exclure les cas de RES (Rachat de l'Entreprise par les Salariés) ou les sociétés contrôlées par des *holdings* financiers. Dans un domaine académique, Allouche et Amann (1998) considèrent que la définition la plus satisfaisante pourrait être 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 ».

ciétés familiales d'Oddo & Cie, lancé en 1996), mais également, la surperformance boursière des entreprises dotées d'un « actionnariat salarié significatif »<sup>5</sup> (indice de l'actionnariat salarié de la Fédération des Associations d'Actionnaires Salariés, adopté en 1999). Dès lors, comment ne point légitimement s'interroger sur le niveau de surperformance enregistré par les entreprises familiales lorsque celles-ci sont dotées d'un actionnariat salarié ?

Les travaux de Desbrières (1997b, p. 417), ainsi que ceux d'Arcimoles et Brillet (2000), montrent que les relations entre la présence d'un actionnariat salarié et la performance économique, bien que positives, restent dans l'ensemble encore incertaines. Plus tranchés, les résultats empiriques des recherches académiques menées en France par Charreaux (1991, p. 547) ou Allouche et Amann (1997) à propos du lien existant entre propriété et performance confirment la performance supérieure des entreprises familiales.

Le présent article est essentiellement consacré à l'approfondissement de ces résultats émergents de la recherche en gestion. Il s'agira de tester empiriquement les éventuels apports de l'actionnariat salarié en termes de création de valeur actionnariale, notamment au sein des entreprises familiales. Dans cette perspective, une revue de la littérature de gestion permettra d'énoncer des hypothèses relatives aux effets présumés de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale au sein des entreprises familiales. Ces hypothèses seront ensuite testées, à partir d'un échantillon d'entreprises françaises appartenant à l'indice SBF250.

## **1. Relations entre actionnariat salarié et création de valeur actionnariale, dans le cadre des entreprises familiales françaises**

Les résultats des recherches en gestion, actuellement émergents en France, font apparaître, d'une part, les effets économiques positifs mais incertains de l'actionnariat salarié (1.1.), d'autre part, la plus grande création de valeur des entreprises familiales (1.2.). La conjonction de ces deux résultats conduit naturellement à s'interroger sur d'éventuels

---

<sup>5</sup> La Fédération des Associations d'Actionnaires Salariés considère que l'actionnariat salarié peut être qualifié de « significatif », lorsqu'au moins 25 % du personnel salarié de l'entreprise détient plus de 3 % du capital de l'entreprise.

liens de causalité pouvant exister entre la présence d'un actionnariat salarié et la création de valeur au sein des entreprises familiales (1.3.).

### ***1.1. Les effets positifs, mais incertains, de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale***

L'analyse des motivations conduisant certains dirigeants d'entreprises françaises<sup>6</sup> à recourir à l'actionnariat salarié permet de mieux en appréhender ses effets en termes de création de valeur. Comme le précise Hirigoyen (1997, p. 2), « *l'historique des fondements philosophiques et économiques de l'actionnariat salarié conduit à distinguer deux types d'approches* ». La première conception se veut humaniste et considère l'actionnariat des salariés comme « *une technique de valorisation de la personne et un instrument d'accomplissement* ». La seconde démarche s'avère productiviste, et cherche à « *réconcilier les Français avec leur industrie, de façon, à terme, à augmenter les moyens financiers des entreprises* ». À l'aune de tels arguments sociaux et économiques, l'instauration de l'actionnariat salarié ne semblerait comporter que des avantages.

En réalité, observés sur le terrain, les liens supposés entre la présence d'un actionnariat salarié et la création de valeur s'avèrent beaucoup plus ténus<sup>7</sup> et, ce, à plus d'un titre. Tout d'abord, la part de la rémunération des salariés non-dirigeants relevant de la détention d'actions se révèle souvent réduite à la portion congrue. Il est donc peu probable que la possession de quelques actions puisse déclencher un surcroît de motivation, entraînant à son tour une création de valeur supplémentaire. En outre, les salariés désireux d'acquérir des actions, bénéficient de conditions particulièrement avantageuses et attractives. Les risques de pertes financières, qu'ils encourent, se trouvent, *de facto*, considérablement réduits, d'autant plus qu'ils disposent d'avantageuses formules d'abondement. Par conséquent, on conviendra que la prise de risque des salariés, censée traduire leur confiance dans les potentia-

---

<sup>6</sup> Selon l'enquête menée en 1999 par la COB et le groupe Altédia auprès de 150 sociétés françaises cotées, « *l'initiative de ces opérations [d'actionnariat salarié] revient à la direction générale dans huit réponses sur dix. Le conseil d'administration est faiblement moteur et les représentants du personnel peu demandeurs* ».

<sup>7</sup> En effet, seules « *trois entreprises sur dix estiment que la productivité s'est améliorée chez elles depuis l'instauration de l'actionnariat salarié* », Enquête COB-Altédia (1999).

lités de leur firme, s'en trouve sinon annulée, du moins considérablement atténuée.

À la faiblesse des liens existant entre actionnariat salarié et création de valeur, s'ajoute la difficulté de déterminer l'interaction exacte entre les deux phénomènes. En effet, quand bien même l'actionnariat salarié serait concomitant à une plus grande création de valeur, il est tout à fait envisageable que cette dernière conduise les dirigeants à y recourir. L'objectif louable en l'occurrence, étant de faire bénéficier les salariés d'une progression potentielle des cours de bourse. *A contrario*, on peut considérer qu'une baisse des cours de bourse puisse décevoir les salariés actionnaires au lieu de les stimuler. Cela peut provoquer alors une baisse de la motivation et, par voie de conséquence, une baisse de la création de valeur. Enfin, il convient de rappeler que la théorie des droits de propriété prédit une certaine inefficacité dans le cas extrême où une entreprise serait autogérée. La cause essentielle résiderait dans la volonté des travailleurs de maximiser leur surplus moyen selon un horizon temporel malheureusement trop limité. Si l'on en croit Couret (1987, p. 69), « *pour le travailleur, investir dans le long terme présente des risques considérables : s'il s'en va rapidement, il perd le fruit de ses efforts. L'intérêt de chacun est donc de se reporter plutôt sur le court terme, ce qui risque d'entraîner des niveaux inférieurs de production, ainsi que des niveaux inférieurs d'emploi. On peut également redouter que cette entreprise ne soit condamnée à souffrir d'un moindre potentiel d'innovation technologique* ».

Rares sont les études empiriques consacrées aux entreprises françaises susceptibles de départager de tels arguments, à l'exception néanmoins des travaux de Dondi (1992). L'échantillon retenu par l'auteur est composé d'une centaine d'entreprises françaises cotées, observées sur la période 1985-1988. Dondi observe que la rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part du capital détenue par l'actionnariat salarié s'accroît. Toutefois, au-delà d'une part de capital de 10 % détenue par les salariés actionnaires, la rentabilité financière a tendance à décroître. Ainsi, l'actionnariat salarié pourrait contribuer à améliorer la performance financière, sous réserve d'une ouverture modérée du capital aux salariés. Ces résultats tendent à confirmer les arguments plaidant en faveur des avantages financiers liés à l'existence d'un actionnariat salarié. Mais, ils montrent également les contraintes auxquelles se trouvent confrontés les gestionnaires d'une firme recourant sans parcimonie à l'actionnariat salarié.

L'hypothèse d'enracinement<sup>8</sup> peut également expliquer les résultats empiriques obtenus par Dondi (1992), même si ce dernier ne s'y réfère pas explicitement. Il semble, en effet, admis qu'indépendamment de sa participation au capital, l'actionnariat salarié puisse être utilisé par les dirigeants à des fins de protection anti-OPA. Les salariés actionnaires constituent la « clientèle » actionnariale stable, captive et dépendante par excellence. Leurs titres sont généralement logés pour une période fixe de plusieurs années dans un FCPE (Fonds Commun de Placement d'Entreprise). Dans ce contexte, le représentant des salariés actionnaires peut faire l'objet de pressions directes ou/et indirectes de la part de la direction. De surcroît, la position de dépendance des salariés, soucieux de sauvegarder leur emploi et leur capital humain, peut les conduire à exiger de leur représentant un soutien quasi-indéfectible à leur dirigeant. C'est ainsi que les salariés actionnaires, redoutant un éventuel licenciement, sont instrumentalisés à leur insu pour faire échec à d'éventuelles prises de contrôle hostiles. Dans ces circonstances, les mécanismes de gouvernance assurant une discipline externe des dirigeants, par le biais du marché financier et du marché du travail, ne sont plus opérants. Assurés de la pérennité de leur poste, en d'autres termes de leur enracinement, les dirigeants peuvent céder plus volontiers à des politiques dispendieuses pouvant conduire à une réduction sensible des performances financières.

Dans le contexte réglementaire spécifique au marché américain, Chaplinsky et Niehaus (1994), Dhillon et Ramirez (1994), Park et Song (1995) ont clairement établi l'utilisation des plans d'actionnariat salarié à des fins défensives et d'enracinement. Sur un plan boursier, lors de l'annonce d'un plan ESOP, conçu à des fins de protection anti-OPA, Gordon et Pound (1990), Chang et Mayers (1992) et Beatty (1995) ont mesuré des rentabilités anormales négatives qui varient entre -1,34 % et -4 %. Plus récemment, Pugh et *al.* (2000) ont observé, en cas de risque d'OPA, un usage simultané de l'actionnariat salarié et de l'endettement à des fins d'enracinement. Gamble (2000) a, pour sa part, validé les prédictions de la théorie des droits de propriété en observant la limitation des prises de risque au sein d'entreprises dotées d'un ESOP. Les frais de recherche et développement se réduisent alors au fur et à mesure que les salariés disposent d'une part croissante de capital. En

---

<sup>8</sup> Shleifer et Vishny ont publié en 1989 un article envisageant explicitement le cas d'une stratégie managériale fondée sur des « investissements idiosyncratiques », qui permettent aux dirigeants de se maintenir en poste.

conséquence, ces recherches concluent à la disparition des effets bénéfiques des ESOPs lorsqu'ils favorisent l'enracinement des dirigeants ou offrent aux salariés un pouvoir tangible d'orienter, en tant qu'actionnaires, la gestion de leur entreprise.

Dans le cas de la France, près de la moitié des dirigeants interrogés admettent volontiers que l'actionnariat salarié reste un moyen particulièrement efficace d'échapper à la discipline externe des prises de contrôle hostiles (COB-Altédia 1999). Ce point est d'ailleurs mis en avant par certains responsables politiques. C'est le cas notamment du Sénateur Chérioux, qui affirme que : « *Les conseils de surveillance de ces fonds (FCPE) doivent avoir un rôle en cas d'OPA ou de suppression massive d'emplois par exemple et il faut favoriser l'élection de représentants au Conseil d'Administration* ». On peut penser que la présence de représentants des salariés actionnaires au sein des organes de direction, tels que le conseil d'administration ou le conseil de surveillance (Desbrières 1997b), permet de concilier les intérêts des salariés avec ceux des autres parties prenantes. Encore faudrait-il que de telles instances ne se limitent pas à de simples chambres d'enregistrement<sup>9</sup>. Toutefois, force est de constater que l'influence effective des salariés dépend, *in fine*, de leur poids en termes de droits de vote<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> À titre d'exemple, on peut citer l'intervention de M. Michel Bon au Forum Fondact 2000 : « *nos conseils d'administration [ceux de France Télécom et Air France] ne ressemblent aucunement à ceux des autres entreprises : ils comptent chacun un tiers de salariés élus sur présentation syndicale, qui ne sont donc absolument pas présents pour représenter les actionnaires salariés. Ces conseils d'administration fonctionnent donc de façon tout à fait différente des autres conseils d'administration. Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, un conseil d'administration sert normalement aux dirigeants, en raison de la confidentialité de ses réunions, à exprimer leurs doutes et interrogations. Il en va bien différemment dans des conseils d'administration auxquels participent des représentants syndicaux ...* ». *L'épargne salariale dans la Nouvelle Économie*, Fondact, 23 novembre 2000, p. 20.

<sup>10</sup> « *Sur 92 sociétés ayant ouvert leur capital aux salariés, seulement 16 d'entre elles disent que des salariés actionnaires détiennent des postes au conseil d'administration. La loi du 25 juillet 1994 semble être appliquée de manière restrictive. Les freins sont certainement d'ordre culturel et politique puisque seulement 3 entreprises sur 10 évoquent les problèmes que peut poser l'obligation de confidentialité* » Cumunel (1999), *Bulletin COB*, n° 366, juin, p. 23-24. Ainsi, le nombre de sociétés cotées disposant d'administrateurs représentant les actionnaires-salariés semble encore trop restreint pour permettre une approche économétrique.

À l'appui de cette argumentation, on peut citer l'intervention de M. Serge Dassault au Forum Fondact 1999 : « *Parler d'actionnariat ne suffit pas. Et puis, entre nous, un actionnaire, quel rôle peut-il jouer ? Quel rôle peut jouer un représentant des salariés dans un conseil d'administration ? Que peut-il dire ? Déjà un actionnaire minoritaire ne peut pas dire grand-chose, on ne l'écoute pas. Alors, je vous garantis qu'on n'écoute*

En définitive, on voit difficilement comment un actionnariat salarié conduisant à un enracinement des dirigeants ou une limitation de la prise de risque pourraient se traduire par un surcroît de création de valeur. Hormis de telles circonstances, l'hypothèse d'une relation positive entre actionnariat salarié et création de valeur peut être maintenue, sans que pour autant, comme l'observent d'Arcimoles et Brillet (2000), celle-ci soit encore pleinement étayée par un cadre théorique unifié.

### **1.2. *La plus grande création de valeur des entreprises familiales***

Les recherches académiques consacrées à l'identification des facteurs explicatifs de la performance n'ont pas davantage permis d'établir un lien clair et probant entre celle-ci et la géographie du capital (Caby et Hirigoyen 2001, p. 139-144). Il n'en demeure pas moins qu'en matière de performance, l'intensité du contrôle semble moins importante que la nature des actionnaires (État, investisseurs institutionnels, famille). Une abondante littérature confirme la performance supérieure des entreprises familiales (Allouche et Amann 2000). S'agissant de la France, si l'on excepte la recherche de Jacquemin et De Ghellinck (1980), les études de Charreaux (1991), Allouche et Amann (1995, 1997), Djelassi (1996) et Romieu et Sassenou (1996) concluent à une rentabilité<sup>11</sup> supérieure des entreprises familiales comparativement à celle des entreprises non familiales. Bogliolo (1996) a également obtenu des résultats similaires à partir des indicateurs de création de valeur (MVA-EVA®) élaborés par le cabinet Stern & Stewart. De tels résultats tendraient à conforter les prédictions du modèle d'agence entre les dirigeants et les actionnaires (Jensen et Meckling 1976). Celui-ci supposerait, *a priori*, une performance inférieure de la part des entreprises managériales souffrant d'une forte séparation entre les fonctions de propriété-contrôle (afférentes à un actionnariat atomisé) et les fonc-

---

*pas beaucoup non plus l'actionnaire représentant les salariés. Il est là pour transmettre des informations, certes. Mais cela ne suffit pas.* », *L'actionnariat des salariés et le renouveau du capitalisme*, Fondact, 4 novembre 1999, p. 16.

<sup>11</sup> 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).



tions de décision (afférentes aux dirigeants mandatés par les actionnaires). Ainsi, Charreaux (1991) considère que « *si l'on se rallie à l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme, c'est la thèse de la convergence des intérêts qui l'emporterait ; la performance économique apparaît supérieure pour les firmes où la séparation propriété-décision est faible* ». Jacquemin et De Ghellinck (1980) estiment, pour leur part, que les entreprises familiales sont certainement mieux à même de gérer les conflits d'intérêt en limitant, non seulement leur taille, mais aussi leur niveau d'endettement. L'étude d'Allouche et Amann (1995, 1997) présente le double avantage de confirmer la performance supérieure des entreprises familiales, et d'apporter une série de précisions au sujet de leurs caractéristiques spécifiques. Parmi celles-ci figurent une rémunération, une formation et une fidélisation bien meilleures des employés. Toutefois, les auteurs se gardent prudemment d'évoquer d'éventuels liens de causalité entre performance et gestion des ressources humaines. Dans un article ultérieur, Allouche et Amann (1998) reconnaissent d'ailleurs la difficulté d'expliquer la meilleure performance des entreprises familiales. Selon eux, deux axes principaux émergent de la littérature. Ils considèrent qu'il y aurait, d'une part, des facteurs explicatifs liés au comportement de gestion et à la culture de la famille, d'autre part, des facteurs propres à la structure de propriété, avec une faible divergence des intérêts entre propriétaires et décideurs, au sein d'une entreprise familiale. Selon, Allouche et Amann (1998), « *la notion de confiance<sup>12</sup>, 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* ». Charreaux (1998a) confirme également, sous réserve de certaines conditions, les vertus de la confiance. Selon lui, « *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...) et en élargissant*

---

<sup>12</sup> 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).

*l'espace discrétionnaire des dirigeants, ce qui favoriserait la mise en œuvre d'une politique d'investissement plus rentable* ». En conséquence, le degré de confiance supérieur dont bénéficieraient les entreprises familiales, associé à un profil de risque plus limité, du fait de leur pérennité traditionnellement plus importante, permettrait d'expliquer l'investissement en capital spécifique plus marqué des employés et les performances supérieures de ce type d'entreprises. Cependant, comme le rappellent Hirigoyen et Pichard-Stamford (1998), « *le dirigeant peut également user de la confiance pour entretenir la coalition qui le lie avec d'autres parties prenantes, cela afin de s'enraciner dans la firme* ».

Comment alors ne pas s'interroger sur la confiance et sur l'actionnariat salarié en tant que facteurs explicatifs de la création de valeur des entreprises familiales, puisque l'une et l'autre peuvent être utilisés à des fins d'enracinement, lui-même nuisible à la performance ?

### ***1.3. Le comportement méconnu des dirigeants d'entreprises familiales en matière d'actionnariat salarié***

Le comportement des dirigeants d'entreprises familiales en matière d'actionnariat salarié demeure, pour le moins, mal connu en France, notamment sur un plan empirique. En revanche, les analyses théoriques fondées sur la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence permettent d'opérer une nette distinction entre les entreprises, selon le degré de séparation entre la fonction de décision et la fonction de prise de risque. Desbrières (1997a, p. 381) distingue ainsi, nettement, le cas des entreprises managériales de celui des firmes entrepreneuriales. Ces dernières sont définies 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* ». Comme le précise Desbrières (1997a), au-delà d'une certaine taille et d'une relative complexité, le dirigeant de l'entreprise entrepreneuriale est conduit à partager le pouvoir en ouvrant son capital, tout en déléguant une partie de son autorité à des spécialistes, appelés managers. La mise en place de contrats incitatifs et, notamment, de formules d'actionnariat, permet alors à l'entrepreneur de veiller à ce que ces nouveaux décideurs œuvrent bien dans le sens de ses intérêts. D'une manière générale, il semble que l'on ait recours à l'actionnariat salarié lorsque les performances individuelles sont par nature difficilement

mesurables. Quoi qu'il en soit, Desbrières (1997a, p. 391) suppose que « *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* ».

Toutefois, les recherches menées en Grande-Bretagne par Pendleton et al. (1995) confirment bien l'existence d'une catégorie spécifique de plans d'actionnariat des salariés conçus dans une optique proprement « familiale et paternaliste ». De plus, certains auteurs, tels que Marens et al. (1999), défendent l'idée selon laquelle les plans d'actionnariat salarié contribuent à renforcer la confiance des salariés et l'attachement de ces derniers à leur entreprise. On peut alors envisager l'hypothèse d'un développement de l'actionnariat salarié propre aux entreprises familiales et de nature à accroître la confiance présente au sein de ces entreprises. Dans ces conditions, l'actionnariat salarié pourrait devenir un nouveau facteur explicatif de la meilleure performance des entreprises familiales, complétant de ce fait l'hypothèse de confiance avancée par Allouche et Amann (1998). Cela suppose cependant que l'actionnariat salarié ne soit pas utilisé à des fins d'enracinement au sein des entreprises familiales, hypothèse qu'il est difficile d'exclure *a priori*.

Au final, si l'on se réfère à l'état actuel des connaissances, ainsi qu'aux résultats des recherches empiriques effectuées, la question de la contribution de l'actionnariat salarié à la performance des entreprises familiales reste posée. L'objet de la partie empirique va consister, par conséquent, à tester si *l'actionnariat salarié peut être associé positivement à la création de valeur* (hypothèse 1), si *les entreprises familiales sont plus créatrices de valeur* (hypothèse 2), et si *l'actionnariat salarié peut contribuer à une surperformance des entreprises familiales* (hypothèse 3).

## 2. Recherche empirique sur les entreprises du SBF250

L'échantillon étudié est constitué des entreprises familiales et non familiales appartenant au SBF250<sup>13</sup>, cet indice étant censé être le plus représentatif des différentes activités de l'économie française. Après

---

<sup>13</sup> Ces 250 firmes totalisaient une valeur boursière de 4 770 milliards de francs au 31/08/98, soit 92 % de la capitalisation boursière d'août 1998 s'élevant selon le journal Les Échos à 5 184 milliards de francs.

une présentation des données empiriques et de la méthodologie (2.1.), les résultats obtenus seront exposés et feront l'objet d'une discussion (2.2.).

### ***2.1. Données empiriques et méthodologie***

Afin de tester les trois hypothèses énoncées en fin de première partie, l'étude a porté sur un échantillon de 109 entreprises cotées, dont la création de valeur a été mesurée sur la période 1995-1998 par le cabinet Stern & Stewart. La structure de propriété a fait l'objet d'une analyse à partir de la composition du capital détaillée dans le guide 1998 des sociétés cotées, coproduit par Cofisem-La Vie Française. Le pourcentage de capital (variable IACTK) détenu par l'actionnaire principal a ainsi été relevé. Le nombre de sociétés avec un capital dilué étant limité, deux catégories de structure de propriété ont été retenues. Les entreprises détenues par une famille ou par un individu en position d'actionnaire principal, ont été considérées comme familiales<sup>14</sup>. Leur identification a été rendue possible grâce à la consultation de la liste des 500 plus grosses fortunes professionnelles recensées en France<sup>15</sup>. De plus, les sociétés contrôlées par ces mêmes firmes familiales ont également été considérées comme familiales<sup>16</sup>. L'analyse de la composition du capital des entreprises restantes, a permis de conclure à leur caractère non familial, celles-ci pouvant être soit managériales, soit contrôlées par d'autres entreprises managériales<sup>17</sup>.

S'agissant du pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires (variable ASK) (celui-ci correspondant en règle générale à la détention d'actions organisée dans le cadre de plans d'épargne d'entreprise), les données concernent l'année 1998 et ont été recueillies auprès

---

<sup>14</sup> Cette définition mono-critère correspond à celle retenue notamment par Dyer (1986). Voir sur l'état de l'art des recherches consacrées à l'entreprise familiale, Allouche et Amann (2000).

<sup>15</sup> Le classement des 500 premières fortunes professionnelles a été effectué par la société Conception Éditoriale à partir d'une sélection des 5 000 plus grosses entreprises possédées par des actionnaires individuels. *Revue Challenges*, juillet 1999, p. 87-105.

<sup>16</sup> Pour 120 firmes, la famille ou l'actionnaire individuel identifié exerce un contrôle déterminant avec plus de 20 % des droits de vote. Pour 9 autres sociétés, la structure de propriété diffuse permet à la famille ou à l'actionnaire individuel d'exercer un contrôle effectif avec, en moyenne, 15 % des droits de vote.

<sup>17</sup> À titre de procédure de recoupement, aucune des entreprises considérées comme non familiales n'appartient à la liste des entreprises familiales répondant aux critères définis par la société Oddo&Cie (cf. note 4).

de la FAS (Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés). Ces informations correspondent aux déclarations des sociétés, au 1er juin 1999.

Concernant la création de valeur, deux catégories de mesures ont été utilisées : d'une part, des indicateurs de performance *ex ante* (variable de la MVA, et variable correspondant à une estimation du Q de Tobin) calculés à partir de la capitalisation boursière fin 1998, d'autre part, les EVA® historiques de 1995 à 1998 en tant que mesures *ex post* de la création de valeur. Bien que les mesures EVA® puissent faire l'objet de certaines critiques, elles ont toutefois l'avantage, en étant calculées à partir d'une série de retraitements comptables, de représenter l'une des rares mesures du profit économique<sup>18</sup> publiée annuellement, et accessible de surcroît à tout actionnaire. On peut ainsi estimer la persistance de la création de valeur sur la période 1995-1998 en établissant une variable ordinale, correspondant au nombre d'années avec EVA® positive<sup>19</sup> (variable TEVAB).

Le modèle permettant d'identifier, à partir de régressions linéaires, les facteurs explicatifs de la création de valeur est de la forme suivante :

$$\text{Création de valeur} = \text{Variables d'actionnariat} + \text{Variables de contrôle} + \text{constante.}$$

Afin d'éviter les biais statistiques courants, du fait des différences de création de valeur imputables à l'endettement, à la croissance, au secteur et à la taille, ces variables ont été ajoutées dans le modèle à des fins de contrôle (voir le tableau 1). Au regard du nombre important de variables explicatives et de leur colinéarité, les techniques de régres-

<sup>18</sup> Comme le note Albouy, « déjà en 1890, Alfred Marshall définissait le profit économique comme le bénéfice qui reste disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital employé. [...] ... la valeur de la firme peut être indifféremment définie à partir de l'actualisation des free cash flows ou à partir de la somme du capital initial investi et des EVA actualisées. Il faut noter que la Market Value Added (MVA) n'est rien d'autre que la somme actualisée des EVA [futures] ». Albouy (1999, p. 82 et 85).

<sup>19</sup> On considère en effet qu'une EVA® négative équivaut à une destruction de valeur, le résultat économique de l'année ne permettant pas alors de couvrir le coût du capital employé.

son par les méthodes « pas à pas » et « descendante » ont été retenues (Evrard et al. 1993, p. 452)<sup>20</sup>.

**Tableau 1 – Liste des variables retenues**

Variables à expliquer (mesures de la création de valeur – données Stern & Stewart)	
MVA98	« Valeur de Marché Ajoutée » de l'année 1998. Elle se définit comme la différence entre la valeur de marché (VM) des capitaux investis (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux (VC) ; $MVA = VM - VC$
TEVAB	Variable ordinale indiquant le nombre d'années avec une EVA® positive 1995-1998
Q98	Estimation <sup>21</sup> du Q de Tobin 1998 telle que : $Q = (MVA / VC) + 1 = VM / VC$
Variables d'actionnariat	
ASB	Variable binaire (1=présence, 0=absence d'un actionnariat salarié en 1998)
EFB	Variable binaire (1=présence, 0=absence d'un contrôle familial en 1998)
ASK	Pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires fin 1998
1ACTK	Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire principal fin 1998
Variables de contrôle	
ENDT	Moyenne arithmétique du ratio d'endettement 1995-1998 : Dettes financières/Total Actif
CROISS	Croissance du chiffre d'affaires sur la période 1995-1998
IND	Variable binaire (1=appartenance au secteur industriel, 0=secteur des services ou financier)
SERV	Variable binaire (1=appartenance au secteur des services, 0=secteur industriel ou financier)
TAILLE	Logarithme de la [moyenne arithmétique du total bilan 1995-1998]

Les hypothèses 1 et 2 peuvent être testées en appliquant le modèle à la totalité de l'échantillon des 109 entreprises. Ce même modèle peut être appliqué dans le cadre du sous-échantillon composé exclusivement d'entreprises familiales, afin de tester l'hypothèse 3. Une série de statistiques non-paramétriques ainsi qu'une régression logistique (tableaux 6 à 10) ont permis de compléter utilement les explications concernant la

<sup>20</sup> La méthode « pas à pas » consiste à ajouter successivement les variables explicatives les plus fortement corrélées avec la variable expliquée, jusqu'à ce que l'amélioration du pouvoir explicatif du modèle soit marginale. Il s'agit de la procédure séquentielle la plus fréquemment utilisée. La méthode descendante ou « en arrière », consiste inversement, à introduire toutes les variables puis à éliminer successivement celles qui diminuent le moins le pouvoir explicatif du modèle de régression. Ces différences entre ces deux méthodes de sélection des variables explicatives expliquent les différences éventuelles de résultats. Les niveaux de colinéarité entre les variables explicatives sont indiqués par la lecture des indicateurs VIF (Variance Inflation Index). Lorsqu'ils sont inférieurs à 1,5, on peut conclure, selon Marquardt (1970) et Belsley et al. (1980), à un niveau acceptable d'indépendance entre les variables explicatives sélectionnées.

<sup>21</sup> Comme le précise Charreaux (1998b), « la relation entre les deux mesures [MVA et Q de Tobin] est triviale :  $MVA = VC (Q - 1)$  ». Cette dernière formule s'exprime aussi de la façon suivante :  $Q = (MVA/VC) + 1$ , et sachant que  $MVA = VM - VC$ , on a donc :  $Q = VM / VC$ .

présence d'un actionnariat salarié et l'absence observée de son impact sur la performance.

**Tableau 2 –** *Abréviations retenues par la suite pour qualifier les entreprises étudiées*

E : Entreprises	ES : Entreprises sans actionnariat salarié	EA : Entreprises avec actionnariat salarié
ENF : Entreprises non familiales	ENFS : Entreprises non familiales sans actionnariat salarié	ENFA : Entreprises non familiales avec actionnariat salarié
EF : Entreprises familiales	EFS : Entreprises familiales sans actionnariat salarié	EFA : Entreprises familiales avec actionnariat salarié

## 2.2. Résultats de la recherche

### 2.2.1. Identification des variables explicatives de la création de valeur

La première étude, portant sur l'échantillon de 109 entreprises, a consisté à tester les effets de l'actionnariat salarié et du contrôle familial sur les trois variables de création de valeur retenues<sup>22</sup>.

Le tableau 3 permet de confirmer les effets positifs du caractère familial sur la MVA. On peut noter toutefois que les variables explicatives du contrôle familial et de l'appartenance au secteur des services sont corrélées négativement avec la variable de taille.

La taille et le contrôle familial de l'entreprise ne sont pas retenus, dans le tableau 4, concernant l'estimation du Q de Tobin. Les variables explicatives sélectionnées correspondent à l'appartenance au secteur des services et à la croissance, avec un effet positif, ainsi qu'à l'endettement, avec un effet négatif<sup>23</sup>. Cet effet négatif de l'endettement peut surprendre si l'on tient compte de la corrélation positive et significative existant entre l'endettement et la taille, sachant que la taille est liée positivement à la variable de création de valeur précédente : la MVA (tableau 3). Cette dernière variable, égale à la capitalisation boursière à laquelle on a retiré le montant de l'actif économique,

<sup>22</sup> Les corrélations de Pearson entre les trois variables de création de valeur (MVA98, Q98 et TEVAB) sont positives et significatives au seuil d'erreur de 2,5 %.

<sup>23</sup> Ce résultat, non conforme à la théorie du *free cash flow* avancée par Jensen (1986), est toutefois équivalent aux observations empiriques obtenues par Charreaux (1991) sur le marché français.

est logiquement liée à la taille. En revanche, la variable estimant le Q de Tobin est une mesure neutralisant l'effet de taille, l'actif économique étant placé à son dénominateur.

**Tableau 3 – Équation de régression linéaire avec MVA98 comme variable dépendante**

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues :	Bêta			Bêta		
Constante		-3,228	0,002		-3,525	0,001
EFB	0,202	2,120	0,036	0,172	1,797	0,075
TAILLE	0,368	3,865	0,000	0,383	4,051	0,000
SERV				0,163	1,770	0,080
	R <sup>2</sup> = 0,131 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,114 F = 7,959 Signification = 0,001 Colinéarité : VIF < 1,102			R <sup>2</sup> = 0,156 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,132 F = 6,457 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,137		

Variables éliminées : ASB, ASK, 1ACTK, ENDT, CROISS, IND.

Les résultats du tableau 5 décrivant les facteurs explicatifs de la variable de persistance de la création de valeur (TEVAB), confirment l'effet négatif de l'endettement et l'effet positif du contrôle familial ainsi que du taux de croissance. La part du capital détenu par l'actionnariat salarié apparaît plus marginalement dans le modèle de régression descendante, au seuil de signification de 10 %, avec un t de Student inférieur à 2.

Bien que les résultats varient en fonction des critères de création de valeur, trois variables explicatives, sélectionnées le plus fréquemment, apparaissent déterminantes. Il s'agit de la nature du contrôle de l'entreprise (EFB), de l'endettement (ENDT), et de la croissance (CROISS). Ces résultats sont de nature à confirmer l'hypothèse 2, et les observations empiriques antérieures concernant la performance supérieure des entreprises familiales. En revanche, l'hypothèse 1 supposant une relation positive entre l'actionnariat salarié et la création de valeur n'est pas confirmée d'une manière probante.



**Tableau 4 –** *Équation de régression linéaire avec Q98 comme variable dépendante*

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues :	Bêta			Bêta		
Constante		8,167	0,000		7,131	0,000
ENDT	-0,428	-4,545	0,000	-0,245	-2,534	0,013
SERV	0,298	3,159	0,002			
CROISS				0,169	1,732	0,087
IND				-0,408	-4,315	0,000
	R <sup>2</sup> = 0,295 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,277 F = 16,745 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,008			R <sup>2</sup> = 0,315 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,289 F = 12,124 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,100		
Variables éliminées :	EFB, ASB, ASK, TAILLE.					

**Tableau 5 –** *Équation de régression linéaire avec TEVAB comme variable dépendante*

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues :	Bêta			Bêta		
(constante)		5,397	0,000		4,247	0,000
EFB	0,228	2,672	0,009	0,276	3,096	0,003
ENDT	-0,340	-3,960	0,000	-0,310	-3,567	0,001
CROISS	0,201	2,355	0,020	0,209	2,474	0,015
ASK				0,152	1,707	0,091
	R <sup>2</sup> = 0,252 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,230 F = 11,774 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,034			R <sup>2</sup> = 0,272 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,244 F = 9,720 Signification = 0,000 Colinéarité : VIF < 1,140		
Variables éliminées :	ASB, IACTK, IND, SERV, TAILLE.					

### 2.2.2. Développement de l'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales

Si la présence d'un actionnariat salarié dans le capital de l'entreprise ne semble pas représenter un facteur explicatif déterminant de la création de valeur (voir 2.2.1.), en revanche, les observations, qui

suivent, permettent de cerner les contextes organisationnels favorables à son implantation.

Le tableau 6 permet d'étudier la relation entre la présence d'un actionnariat salarié (ASB) et la nature du contrôle de l'entreprise (EFB). Le test de khi-deux permet de conclure au développement plus limité de l'actionnariat salarié dans les entreprises familiales.

**Tableau 6 –** *Effectif des entreprises selon leur structure de propriété et le recours à l'actionnariat salarié*

Effectifs observés <i>Effectif théorique (en italique)</i>	ES Entreprises sans actionnariat des salariés		EA Entreprises avec actionnariat des salariés		[ES et EA] Total
	ENF - Entreprises non familiales	16	25	24 (*)	15
EF - Entreprises familiales	51	42	18	27	69
[ENF et EF] Total	67		42		109

(\*) parmi lesquelles 8 entreprises ont mis en place l'actionnariat salarié à la suite de leur privatisation

Le test du khi-deux à 1 degré de liberté indique une relation négative ( $p = 0,0000$ ) entre les variables EFB et ASB.

Toutefois, lorsque l'actionnariat salarié est présent, le pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires n'est pas statistiquement différent qu'il s'agisse d'entreprises familiales ou non familiales (voir tableau 7). On peut remarquer que le pourcentage moyen dont disposent les salariés actionnaires est inférieur à 5 %. Ce pourcentage de 5 % est atteint pour sept entreprises non familiales et trois entreprises familiales seulement. Ceci n'est peut-être pas étranger au fait que la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration nécessite, pour ce qui les concerne, un taux de détention du capital égal ou supérieur à 5 %<sup>24</sup>. Mais, cela pourrait également traduire une certaine réserve, sinon une réticence, des salariés à s'engager dans une démarche d'actionnariat et, en tout état de cause, leur difficulté à atteindre un pourcentage significatif du capital.

<sup>24</sup> Ce seuil a été récemment abaissé à 3 % dans le cadre de la loi Fabius.

**Tableau 7 –** *Pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires*

	ENFA		EFA	
	Entreprises non familiales avec un actionnariat salarié		Entreprises familiales avec un actionnariat salarié	
ASK Part du capital détenu par les salariés actionnaires (en %)	Moyenne	4,72	Moyenne	2,87
	N	24	N	18
Probabilité du test de différence de moyennes de Mann Whitney U	p = 0,461 ns ns : non significatif au seuil de 10 %.			

L'analyse du pourcentage de contrôle de l'actionnaire principal permet de préciser les conditions d'apparition de l'actionnariat salarié. On constate, dans le tableau 8, tant pour les entreprises familiales que non familiales, une baisse significative du contrôle exercé par l'actionnaire principal en présence d'un actionnariat salarié. Cette observation confirme la prédiction de Desbrières, selon laquelle l'actionnariat salarié est voué à demeurer une variable mineure aussi longtemps que la famille détient le contrôle. En effet, alors que l'actionnaire principal détient en moyenne 46 % du capital dans les entreprises familiales, ce pourcentage s'abaisse à 33 % dans les entreprises familiales dotées d'un actionnariat salarié. Si l'on ajoute à cela, la moindre tendance des entreprises familiales à recourir à l'actionnariat salarié, on peut alors considérer que celui-ci est instrumentalisé afin de pérenniser le contrôle familial. Dans le cas de figure théorique où le bloc familial ne disposerait que de 32 % du capital et l'actionnariat salarié que de 1,5 %, ce dernier pourrait disposer d'un rôle pivot en cas d'OPA, en permettant d'atteindre une minorité de blocage fixée au tiers du capital. Un tel rôle imparti à l'actionnariat salarié n'est sans doute pas le seul apanage des entreprises familiales. Il peut également être utilisé à des fins similaires dans les entreprises non familiales lorsque l'actionnaire principal ne détient qu'un bloc de contrôle limité.

**Tableau 8 –** *Moyenne du pourcentage de vote détenu par l'actionnaire principal (en %)(variable IACTK)*

		ES	EA	ES -EA
Catégories d'entreprises		Entreprises sans actionnariat salarié	Entreprises avec actionnariat salarié	Probabilité du test de différence de moyennes de Mann Whitney U
ENF	Entreprises non familiales	40,97 (N=16)	15,82 (N=24)	p = 0,000 ***
EF	Entreprises familiales	46,09 (N=51)	33,33 (N=18)	p = 0,016 **

\*, \*\*, \*\*\* différence significative respectivement au seuil de 10, 5 et 1 %.

Comme le note Desbrières (1997, p. 405), « le pouvoir [des salariés actionnaires] est théoriquement directement conditionné par leur taux de participation dans le capital. Il peut être toutefois plus que proportionnel à celui-ci lorsque le reste du capital est diffus et que des actionnaires ne votent pas, et lorsque des clauses statutaires ou extra-statutaires leur octroient des droits de vote supplémentaires ou atténuent l'incidence des votes d'autres groupes d'actionnaires ». Ce raisonnement est validé empiriquement, dans le tableau 9, en rapportant, comme le suggère Desbrières, le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires à celui détenu par l'actionnaire principal. C'est ainsi qu'à pourcentage de capital détenu égal, le pouvoir de l'actionnariat salarié s'avère supérieur dans les entreprises non familiales.

**Tableau 9 – Poids relatif des salariés actionnaires par rapport à l'actionnaire principal (en %)**

	EA	Moyenne du rapport ASK/1ACTK	N
ENFA	Entreprises non familiales avec actionnariat salarié	0,3595	24
EFA	Entreprises familiales avec actionnariat salarié	0,0970	18
ENFA-EFA	Probabilité du test de différence de moyennes de Mann Whitney U	p = 0,001	***

\*\*\* différence de moyenne significative au seuil de 1 %.

Le tableau 10 présente les régressions logistiques binaires, portant sur la totalité des 109 entreprises de l'échantillon initial. Ces régressions ont permis de sélectionner différentes variables pouvant expliquer la présence d'un actionnariat salarié (ASB). Les variables explicatives retenues correspondent au pouvoir de l'actionnaire principal, au contrôle familial et à la persistance de la création de valeur. Selon la technique ascendante, plus l'actionnaire principal dispose d'un contrôle fort, plus la probabilité de présence d'un actionnariat salarié se trouve réduite. Ce résultat s'avère globalement conforme à l'hypothèse d'enracinement. La technique descendante retient deux autres critères pouvant influencer sur la probabilité de présence d'un actionnariat salarié. Il s'agit tout d'abord du caractère familial de l'entreprise qui réduit sensiblement la probabilité de présence d'un actionnariat salarié, corroborant ainsi les précédentes observations. Cela concerne en-

suite la persistance de la création de valeur qui exerce un effet positif sur la probabilité de présence d'un actionnariat salarié.

Il semble effectivement logique que les entreprises les plus créatrices de valeur, toutes catégories confondues, soient tentées d'introduire un actionnariat salarié. Toutefois, bien qu'elles soient plus créatrices de valeur, les entreprises familiales n'acceptent de recourir à l'actionnariat salarié que lorsque l'actionnaire principal n'est plus en mesure d'assurer seul la pérennité du contrôle familial.

**Tableau 10 – Équation de régression logistique binaire avec ASB comme variable dépendante (appliquée à l'échantillon initial, N = 109)**

	Modèle 1 (méthode ascendante Wald)			Modèle 2 (méthode descendante Wald)		
	Coefficients standardisés	Wald	Signification	Coefficients standardisés	Wald	Signification
Variables retenues :	Bêta			Bêta		
Constante	1,7948	12,8943	0,0003	1,7753	9,6825	0,0019
1ACTK	-0,0673	22,7818	0,0000	-0,0655	17,9028	0,0000
EFB				-0,9713	3,3879	0,0657
TEVAB				0,3039	3,3035	0,0691
	Chi-deux = 32,570 ; Signification 0,000			Chi-deux = 38,334 ; Signification 0,000		
	74,31 % de reclassements corrects			75,23 % de reclassements corrects		
Variables exclues :	MVA98, Q98, IND, SERV, ENDT, CROISS, TAILLE					

### 2.2.3. L'actionnariat salarié a-t-il un effet sur la création de valeur au sein des entreprises familiales ?

Bien que l'actionnariat salarié soit moins fréquent dans les entreprises familiales et qu'il apparaisse plus souvent en présence d'un actionnaire principal disposant d'un bloc de contrôle plus limité, peut-il toutefois exercer un effet positif sur la création de valeur ? Afin de répondre à cette question, la méthodologie, utilisée précédemment à l'ensemble de l'échantillon des 109 entreprises, a été appliquée au sous-échantillon composé uniquement d'entreprises familiales.

L'analyse des régressions, appliquée au cas des entreprises familiales (tableaux 11 à 13), permet de confirmer l'effet négatif de l'endettement sur la création de valeur.

**Tableau 11 –** *Équation de régression linéaire avec MVA98 comme variable dépendante (appliquée au sous-échantillon des entreprises familiales, N = 69)*

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues : (constante)	Bêta			Bêta		
TAILLE	0,428	-3,102	0,003	0,454	-3,559	0,001
SERV		3,281	0,000	0,197	4,147	0,000
					1,208	0,076
	R <sup>2</sup> = 0,184 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,171 N=69 F = 15,060 Signification = 0,000 VIF = 1,000			R <sup>2</sup> = 0,222 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,198 F = 9,406 Signification = 0,000 VIF < 1,017		
Variables éliminées :	ASB, ASK, 1ACTK, IND, ENDT, CROISS					

**Tableau 12 –** *Équation de régression linéaire avec Q98 comme variable dépendante (appliquée au sous-échantillon des entreprises familiales, N=69)*

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues :	Bêta			Bêta		
Constante		6,787	0,000		5,786	0,001
ENDT	-0,378	-3,143	0,003	-0,410	-1,745	0,087
SERV	0,367	3,053	0,004			
CROISS				0,283	2,318	0,025
IND				-0,346	-2,747	0,008
1ACTK				-0,220	-1,745	0,087
	R <sup>2</sup> = 0,296 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,267 F = 10,294 Signification = 0,000 VIF < 1,005			R <sup>2</sup> = 0,377 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,324 F = 7,124 Signification = 0,000 VIF < 1,196		
Variables éliminées :	ASB, ASK, TAILLE					

**Tableau 13 –** *Équation de régression linéaire avec TEVAB comme variable dépendante (appliquée au sous-échantillon des entreprises familiales, N=69)*

	Modèle 1 (méthode pas à pas)			Modèle 2 (méthode descendante)		
	Coefficients standardisés	t de Student	Signification	Coefficients standardisés	t de Student	Signification
Variables retenues : (constante)	Bêta			Bêta		
ENDT	-0,335	8,726	0,000	-0,328	6,350	0,000
CROISS		-2,914	0,005	0,217	-2,905	0,005
					1,919	0,059
	R <sup>2</sup> = 0,113 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,099 F = 8,493 Signification = 0,005 VIF = 1,000			R <sup>2</sup> = 0,159 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,134 F = 6,257 Signification = 0,003 VIF <1,001		
Variables éliminées :	ASB, ASK, ACT1K, IND, SERV, TAILLE					

S'agissant de la part du capital détenue par l'actionnariat salarié, celle-ci n'est plus retenue comme variable explicative de la persistance de la création de valeur des entreprises familiales. La sélection de cette variable à partir des données de l'ensemble des entreprises (voir tableau 5) était donc le fait des entreprises non familiales<sup>25</sup>. Ces résultats ne permettent pas de valider l'hypothèse 3 concernant la possible contribution de l'actionnariat salarié à la performance des entreprises familiales.

#### 2.2.4. Discussion des résultats

Les réticences apparentes des entreprises familiales lorsqu'il s'agit de développer l'actionnariat salarié (voir 2.2.2.) montrent qu'il serait hasardeux de considérer celui-ci comme un indicateur probant à l'origine du niveau supérieur de la confiance présente dans ce type de firmes. En revanche, les résultats obtenus permettent d'avancer l'hypothèse d'un développement opportuniste de l'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales. En effet, il permet d'y conduire une stratégie d'enracinement, en assurant la constitution d'une minorité de

<sup>25</sup> La régression descendante appliquée au sous-échantillon des 40 entreprises non familiales retient l'influence positive et significative (avec un t de Student égal à 2,375) de la part de capital détenu par les actionnaires salariés (ASK) comme variable explicative de la persistance de la création de valeur (TEVAB).

blocage. Toutefois, il y demeure sans effets, tant positifs que négatifs, en termes de création de valeur.

Ces conclusions appellent cependant quelques réserves. Il n'est pas exclu que l'absence de relation observée entre l'actionnariat salarié et la création de valeur des entreprises familiales soit propre à la période d'observation et à l'échantillon retenus. Par ailleurs, d'autres données pourraient permettre d'affiner la mesure du degré d'influence de l'actionnariat salarié. La connaissance de sa date d'introduction et de son ancienneté, de son rythme de développement, du pourcentage d'employés ayant participé à une formule d'actionnariat salarié, ainsi que de l'engagement patrimonial moyen par catégorie de salariés constituerait d'utiles compléments d'information. On peut regretter que de tels éléments restent encore difficilement accessibles. De plus, l'établissement d'un classement des entreprises en fonction des motivations ayant présidé à l'implantation de l'actionnariat salarié serait certainement judicieux. Ce n'est certes pas là une tâche aisée si l'on considère que les plans successifs d'actionnariat salarié peuvent répondre à des objectifs variés et implicites, modulables au gré des circonstances. C'est ainsi qu'un actionnariat salarié mis en place initialement afin de motiver le personnel peut devenir ultérieurement un outil d'enracinement des dirigeants, lorsqu'il s'agit notamment de contrer une éventuelle OPA hostile.

Le cas de l'entreprise familiale Bouygues constitue en l'occurrence une excellente illustration. Marquée par une période de destruction de valeur systématique entre 1995 et 1998, et dotée d'un taux de contrôle familial ne représentant que 17 % du capital (mais néanmoins 24 % en droits de vote), l'entreprise Bouygues a pu paraître vulnérable. L'évolution de la structure du capital de 1990 à 1998 montre également la dilution progressive du bloc de contrôle familial, celui-ci ayant progressivement régressé, sur la période, de 25 % à 17 % du capital, en raison notamment de besoins de financement croissants. Or, dès 1990, le groupe Bouygues a mis en place un plan d'épargne entreprise. L'objectif initial envisagé était d'insuffler l'esprit entrepreneurial du fondateur à l'ensemble du personnel. Cependant, en bénéficiant du soutien potentiel de l'actionnariat salarié, la famille Bouygues avait l'opportunité de former une minorité de blocage, lui garantissant une réelle immunité face au risque de cession du bloc d'actions de 10 % détenu par le Crédit Lyonnais. Mais selon le témoignage de l'un des administrateurs des salariés actionnaires, un conflit d'intérêts entre la famille Bouygues et



les salariés, dans l'éventualité d'une OPA, n'était pas totalement exclu *a priori*. En fait, lors de la tentative de prise de contrôle initiée par Vincent Bolloré en 1998, les salariés actionnaires ont joué un rôle clé avec l'accord des dirigeants. Ils se sont opposés, non seulement au projet financier de Vincent Bolloré laissant craindre une revente de la filiale Bouygues Télécom, mais également à la nomination de ce dernier au poste d'administrateur qu'il avait brigué lors de l'assemblée générale des actionnaires de 1998. Alors que la famille Bouygues détenait seulement 29 % du capital avec trois autres actionnaires de référence, les salariés actionnaires, détenteurs de 6,5 % du capital, assuraient la formation d'une minorité de blocage interdisant ainsi à Vincent Bolloré toute velléité d'OPA hostile. S'il en était besoin, cet épisode confirmerait le pouvoir dont disposent les salariés actionnaires lorsqu'il s'agit d'écarter la menace d'une prise de contrôle hostile, de maintenir le contrôle familial, et de renoncer à une logique strictement financière de maximisation de la valeur actionnariale.

## Conclusion

Le but premier de la présente recherche était d'infirmier ou de confirmer l'effet imputable à l'actionnariat salarié quant à la création de valeur au sein des entreprises familiales.

À ce titre, l'étude conclut à l'absence de relations significatives, entre l'actionnariat salarié et la performance dans ce type de firmes.

Subsidiairement, il apparaît que les entreprises familiales recourent moins fréquemment à la formule de l'actionnariat salarié tout en affichant pourtant une surperformance.

En outre, lorsque l'actionnariat salarié est présent dans les entreprises familiales, il peut être instrumentalisé par les dirigeants à des fins d'enracinement.

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 l'étude approfondie de la création de valeur partenariale. De plus, l'approfondissement des interactions existantes entre l'actionnariat salarié, la confiance, l'enracinement et la performance financière et sociale constituerait un apport utile et substantiel.

## Bibliographie

- Albouy M. (1999), « Théorie, applications et limites de la mesure de création de valeur », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 81-90.
- Allouche J. et Amann B. (1995), « Le retour triomphant du capitalisme familial ? », *Cahier de recherche du LAREGO*, Université de Saint-Quentin en Yvelines, série stratégie, mars, n° 4, p. 1-22.
- Allouche J. et Amann B. (1997), « Le retour triomphant du capitalisme familial », *L'Expansion Management Review*, juin, p. 92-99.
- Allouche J. et Amann B. (1998), « La confiance : une explication des performances des entreprises familiales », *Économies et Sociétés*, Série Sciences de Gestion, p. 129-154.
- Allouche J. et Amann B. (2000), « L'entreprise familiale : un état de l'art », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 1, mars, p. 33-79.
- Arcimoles (d') C.H. et Brillet F. (2000), « 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.
- Beatty A. (1995), « The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, p. 211-240.
- Belsley D.A., Kuh E. et Welsh R.E. (1980), *Regression Diagnostics – Identifying Influential Data & Sources of Collinearity*, John Wiley & Sons Inc.
- Bogliolo F. (1996), « Entreprises familiales et création de valeur », Résultats de la recherche réalisée par le cabinet Stern & Stewart France, recherche non publiée.
- Chang S. et Mayers D. (1992), « Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth Evidence from Employee Ownership Plans », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 103-131.
- Chaplinsky S. et Niehaus G. (1994), « The Role of ESOPs in Takeover Contests », *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 4, September, p. 1451-1470.
- Charreaux G. (1991), « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, n° 3, mai, p. 521-552.
- Charreaux G. (1998a), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance », *Économies et Sociétés*, Sciences de Gestion, n° 8-9, p. 47-65.

- Charreaux G. (1998b), « Le point sur 'la mesure de performance des entreprises' », *Revue Banque & Marchés*, mai-juin, n° 34, p. 46-51.
- COB-Altédia (1999), *L'actionnariat salarié*, Étude auprès des entreprises cotées à la Bourse de Paris, réalisée par le Groupe Altédia avec le concours de la COB, mai.
- Couret A. (1987), « La théorie des droits de propriété », in G. Charreaux (coord.), *De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise*, *Économica*, p. 60-76.
- Davis J.A. et Tagiuri R. (1982), *Bivalent Attributes of the Family Firm*, Owner Managed Business Institute.
- Desbrières P. (1991), *Participation financière, Stock-Options et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, *Économica*.
- Desbrières P. (1997a), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in Charreaux (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises Corporate Governance Théorie et Faits*, p. 361-395.
- Desbrières P. (1997b), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement d'entreprise », in Charreaux (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises Corporate Governance Théorie et Faits*, p. 397-417.
- Dhillon U.S. et Ramirez G.G. (1994), « Employee Stock Ownership and Corporate Control : An Empirical Study », *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, p. 9-26.
- Djelassi M. (1996), « 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, p. 51-77.
- Dondi J. (1992a), « Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux 1.
- Dondi J. (1992b), « L'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises : résultats empiriques », in R. Le Duff et J. Allouche (dir.), *Annales du Management*, IAE de Nancy, *Économica*, p. 191-206.
- Dyer W.G. Jr. (1986), *Cultural Changes in Family Firms : Anticipating and Managing Business and Family Transitions*, Jossey-Bass Publishers.
- Évrard Y., Pras B. et Roux E. (1993), *Market Études et recherches en marketing Fondements Méthodes*, Nathan.

- Gamble J.E. (2000), « Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration », *Journal of Business Venturing*, vol. 15, p. 433-447.
- Gibbons J.D. (1993), *Nonparametric Statistics: An Introduction, Series : Quantitative Applications in the Social Sciences*, A Sage University Paper, n° 90.
- Gordon L.A. et Pound L. (1990), « ESOPs and Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 525-555.
- Hirigoyen G. (1997), « Salariés-Actionnaires : le capital sans le pouvoir ? », *Cahier de recherche 1.9704*, Institut d'administration des entreprises, Université Montesquieu-Bordeaux 4.
- Hirigoyen G. et Pichard-Stamford J.P. (1998), « La confiance, un outil de la finance organisationnelle : une synthèse de la littérature récente », *Économies et Sociétés*, Sciences de Gestion, n° 8-9, p. 219-234.
- Jacquemin A. et de Ghellinck E. (1980), « Familial Control, Size and Performance in the Largest French Firms », *European Economic Review*, vol. 13, p. 81-91.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Jensen M.C. (1983), « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, n° 2, p. 319-339, in Jensen (1998), *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323.
- Kossowski J. (1999), « Rapport fait au nom de la commission des affaires culturelles, familiales et sociales sur la proposition de loi de M. E. Balladur relative à l'actionnariat salarié », Rapport n° 1591, Assemblée Nationale.
- Marens R.S., Wicks A.C. et Huber V.L. (1999), « Cooperating with the Disempowered, Using ESOPs to Forge a Stakeholder Relationship by Anchoring Employee Trust in Workplace Participation Programs », *Business & Society*, vol. 38, n° 1, March, p. 51-82.
- Marquardt D.W. (1970), « Generalized Inverses, Ridge Regression and Biased Linear Estimation », *Technometrics*, vol. 12, p. 591-612.
- Myers S.C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, p. 145-175.
- Oddo & Cie (1996), « Indice des sociétés familiales », <http://www.oddo.fr>.

- Park S. et Song M.H. (1995), « Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders », *Financial Management*, vol. 24, n° 4, Winter, p. 52-65.
- Pendleton A. et al. (1995), « The Impact of Employee Share Ownership Plans on Employee Participation and Industrial Democracy », *Human Resource Management Journal*, vol. 5, n° 4, p. 44-60.
- Pugh W.N., Oswald S.L. et Jahera J.S. Jr (2000), « The effects of ESOP Adoptions on Corporate Performance : Are there Really Performance Changes ? », *Managerial and Decision Economics*, vol. 21, p. 167-180.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Management Entrenchment : The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 123-139.
- Stewart G.B. (1990), *The Quest for Value, The EVA™ Management Guide*, Harper Business.
- Romieu N. et Sassenou N. (1996), « 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, n° 96-01, janvier.
- Tenenhaus M. (1994), *Méthodes statistiques en gestion*, Dunod Entreprise.