

LES ACTIONNAIRES SALARIES

Philippe Desbrières
Professeur à l'IAE de Dijon
Université de Bourgogne

Résumé

L'actionnariat est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. Mais il conduit les salariés à y assumer un double statut : d'apporteur de capital humain d'une part, d'apporteur de ressources financières d'autre part. Se pose alors de manière accrue le problème de la sauvegarde de leurs intérêts. Cet article s'intéresse aux conditions d'efficacité de la pratique de l'actionnariat, tant au niveau des attitudes et du comportement des salariés qu'à celui des performances individuelles et collectives. Il traite ensuite des incidences de cet actionnariat salarié sur le système de gouvernement des entreprises qui les adoptent, les droits attachés aux actions détenues par les salariés pouvant leur permettre d'exercer un contrôle effectif sur les décisions stratégiques de la firme, ou bien de servir les intérêts des dirigeants poursuivant une stratégie d'enracinement.

Mots-Clés

Actionnariat-salarié, incitation, performance, gouvernance

Abstract

Stock-ownership is one of the mechanisms used to stimulate employees' efforts. It allows them to acquire their company's stocks, generally in advantageous conditions. But it leads employees to assume a double status: provider of human capital on the one hand and provider of financial resources on the other hand. That is furthermore questioning about the safeguards of their interests. The purpose of this article is first to highlight the conditions of the effectiveness of employee ownership, as regards their attitudes and behavior, and the individual and collective performances. Second, it seeks to study the consequences of employee ownership on corporate governance system, the rights acquired by the employees giving them the opportunity to exert an effective control upon managerial decisions or to serve managerial entrenchment.

Key-words

Employee-ownership, incentive, performance, governance

Introduction

L'actionnariat des salariés est actuellement au cœur d'une vaste réflexion qui implique tout à la fois les hommes politiques, les actionnaires et les dirigeants des entreprises, les organisations syndicales et patronales et, bien évidemment, les salariés qui en sont ou seront bénéficiaires. Les débats actuels ont d'autant plus de résonance que se pose le problème du financement à terme du système de retraite par répartition et que des mesures importantes à ce sujet sont actuellement étudiées.

L'actionnariat est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. Plusieurs questions se posent, à différents niveaux, au sujet de l'efficacité de sa pratique et de ses incidences sur le système de gouvernement des entreprises qui les adoptent. Plus précisément, dans quelle mesure l'actionnariat favorise-t-il l'implication et la motivation des salariés, et finalement l'accroissement des performances individuelles et collectives ? Comment les salariés gèrent-ils leur double statut d'apporteurs de capital humain et d'apporteurs de ressources financières dans la firme qui les emploie ? Les droits attachés aux actions détenues par les salariés leur permettent-ils d'exercer un contrôle effectif sur les décisions stratégiques de la firme afin de sauvegarder leurs intérêts ? Ces deux dernières questions renvoient directement à la problématique de la gouvernance des entreprises, l'actionnariat des salariés pouvant constituer un mécanisme de contrôle des dirigeants, ou au contraire, servir les intérêts de ces derniers lorsqu'ils suivent une stratégie d'enracinement¹ nuisible aux intérêts des autres actionnaires.

Cet article a pour objet d'étudier les incidences de l'actionnariat sur le comportement des salariés ainsi que sur la répartition du pouvoir et le système de gouvernance de l'entreprise. La première partie est consacrée aux aspects théoriques de cette problématique. Elle s'appuie fondamentalement sur les théories contractuelles des organisations. La seconde partie présentera, au travers des données disponibles et d'études empiriques, les comportements effectifs des parties prenantes et leurs effets.

¹. "La stratégie d'enracinement consiste pour un agent en l'ensemble des actions qu'il peut entreprendre pour conserver son poste, ces actions ayant pour objectif d'accroître le coût de son remplacement pour le principal (ou les principaux). Ainsi, dans le cas particulier du dirigeant, la stratégie d'enracinement pourra, par exemple,

I. Problématiques de l'actionnariat des salariés

Avant d'étudier les multiples incidences théoriques de l'actionnariat des salariés, il nous paraît utile de présenter, au regard des théories contractuelles des organisations, les attributs de la relation qui les lie à leur employeur.

1.1. La singularité de la transaction des salariés-actionnaires avec l'entreprise

Le premier référentiel mobilisable pour définir la position des salariés au sein de l'entreprise provient de la théorie de l'agence², qui fournit une explication du comportement des agents économiques (actionnaires, dirigeants, salariés...) fondée sur les arrangements ou contrats, formels ou informels, qui les lient à l'entreprise et mettent l'accent sur les problèmes d'incitation, de motivation et de contrôle qui surviennent dès lors que de telles relations s'établissent. Dans ce cadre d'analyse, les individus maximisent leur utilité (qui n'est pas uniquement fonction de la maximisation du profit, mais aussi d'arguments non monétaires tels que les conditions de travail, et plus généralement les besoins d'affiliation³, d'estime et de réalisation de soi...) et sont soumis à des contraintes imposées par la structure du système dans lequel ils opèrent.

La séparation entre la fonction de décision (déléguée aux dirigeants par les actionnaires) et la fonction de mise en œuvre (confiée aux salariés) est une illustration de la relation d'agence qui lie un mandant (ou principal) et un mandataire (ou agent). Dans cette acception classique, le principal (le dirigeant) requiert de l'agent (le salarié) qu'il agisse au mieux de ses intérêts, ce qui implique une délégation de pouvoir, en contrepartie d'une rémunération. De son côté, ce dernier s'engage à adopter un comportement allant dans le sens des intérêts du principal.

Une relation d'agence devient conflictuelle en cas de divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, et d'imparfaite observabilité des coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Les conflits opposant dirigeants et salariés⁴ proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (il est impossible de prévoir toutes les situations qui peuvent survenir par suite du caractère incertain de l'environnement et de contrôler totalement les comportements individuels)

consister à réaliser des investissements idiosyncratiques (dont la valeur dépend de sa présence comme dirigeant) ou encore à accroître le coût des contrôles" [Charreaux, 1999].

². Pour une présentation de celle-ci, voir Charreaux [1987, 1999, 2000].

³. Besoin d'appartenance, de contacts sociaux, d'échanges affectifs...

⁴. Nous distinguons dans cet article l'ensemble des salariés, quel que soit leur niveau hiérarchique, des dirigeants qui définissent la stratégie de la firme et les moyens qu'il est nécessaire de mobiliser, ceci même si certains de ces dirigeants sont liés à l'entreprise par un contrat de travail.

et de la propension que chacun a à privilégier son propre intérêt⁵. Notamment, afin de compenser le caractère non diversifiable de l'investissement dans la firme de leur capital humain⁶, les salariés sont susceptibles d'adopter des comportements nuisibles aux intérêts des dirigeants et actionnaires (réduction des efforts individuels, absentéisme..., conduisant notamment à des pertes de qualité, de productivité et de rentabilité de la firme). La relation d'agence entre la firme et les salariés est à la base inhérente à la séparation des fonctions de décision et de mise en oeuvre. Elle est d'autant plus élaborée et peut être d'autant plus conflictuelle et coûteuse, que le niveau de délégation est élevé (citons l'exemple des décisions opérationnelles déléguées aux cadres dans les firmes complexes⁷, les décisions stratégiques et la fonction de contrôle restant l'apanage de la direction générale).

De nombreux mécanismes permettent de limiter les sources de conflits entre dirigeants et salariés de l'entreprise. La convergence des intérêts est théoriquement assurée par des mécanismes d'incitation et de contrôle mis en place dans l'entreprise (systèmes de contrôle de gestion, procédures d'audit, participation à la prise de décision, formules de rémunération, dont l'actionnariat...) et des mécanismes de sauvegarde de la position des salariés (contrat de travail, droit du travail et droit social, appartenance à une organisation syndicale...). Ces mécanismes régulateurs internes ou externes à l'entreprise sont complémentaires. Certains contraignent ou incitent les salariés à adopter un comportement (actif ou passif) conforme aux intérêts de la firme et de ses dirigeants et actionnaires. D'autres sanctionnent leurs comportements opportunistes.

A ce titre, Liebeskind [2000] insiste sur l'importance, pour toute firme caractérisée par une forte intensité en capital humain, de la mise en place de mécanismes incitatifs, de manière à : 1) attirer des salariés hautement qualifiés ; 2) les amener à développer leur capital humain ; 3) retenir ces employés sur une durée suffisante afin de bénéficier de la production de ce capital humain en termes de droits de propriété intellectuelle et de produits commercialisés. En donnant

⁵. La théorie de l'agence repose sur l'hypothèse selon laquelle les individus sont capables d'anticiper, rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine.

⁶. On peut définir le capital humain comme étant l'ensemble des savoir faire et compétences acquises par une personne et qui accroissent ses capacités à exercer des activités économiquement génératrices de valeur [cf. Milgrom et Roberts, 1992].

⁷. Selon Fama et Jensen [1983], une organisation est dite complexe lorsque l'information nécessaire à la prise de décision (information spécifique) qui se transmet entre les individus à un coût élevé, est détenue par de nombreux agents. Il est alors souvent plus efficace dans une firme complexe de déléguer la décision aux agents qui détiennent l'information spécifique. Se posent alors les problèmes de définition de l'architecture organisationnelle : le système de répartition des droits décisionnels entre ces agents (les cadres par exemple) ; le système d'évaluation de leur performance ; le système de sanctions/récompenses [cf. Charreaux, 2000].

durablement (sur le long terme) des droits sur la richesse créée, l'actionnariat des salariés permet selon elle d'atteindre ces trois objectifs.

Dans une seconde acception, on peut considérer que les salariés louent leur capital humain à la firme et perçoivent en contrepartie une quasi-rente⁸ [Rottenberg, 1962]. On ne considère plus ici les salariés comme les "agents ou mandataires", mais comme les "principaux ou mandants" de la relation contractuelle qu'ils entretiennent avec la firme. Le schéma conceptuel traditionnel est donc inversé. Dans ce contexte, les salariés peuvent voir la productivité marginale de ce capital affectée par les décisions des dirigeants. Se posent alors les questions de l'utilisation de cette ressource conjointement à celle des autres facteurs de production, de la sauvegarde des intérêts des salariés et finalement de la surveillance ou du contrôle qu'ils peuvent exercer.

Ces questions sont d'importance si l'on considère que, dans le processus de création de richesse, les composantes les plus difficilement reproductibles sont liées au capital humain et aux arrangements organisationnels qui permettent d'instaurer une coopération et un apprentissage organisationnel efficaces au sein de la firme. Selon Coff [1997], les salariés constituent des actifs difficilement duplicables ou transférables (relativement au capital financier par exemple) en raison de leur spécificité, de leur imbrication dans les systèmes sociaux (internes et externes à la firme) et de la causalité ambiguë qu'ils entretiennent avec la performance.

L'intensité du contrôle, par les salariés, de l'utilisation qui est faite dans la firme de leur capital humain, est fonction de la valeur de ce dernier et du degré d'asymétrie informationnelle concernant le comportement des actionnaires et de leurs mandataires, les dirigeants. La protection contractuelle traditionnelle (le contrat de travail explicite) est théoriquement efficace pour les salariés de faible niveau de qualification et qui ne suivent pas régulièrement des formations professionnelles significativement qualifiantes [Klein, Crawford et Alchian, 1978]. De surcroît, les pressions exercées par des voies politiques ou syndicales leur permettent de faire valoir indirectement et collectivement leurs intérêts. Toutefois, ces protections apparaissent généralement insuffisantes lorsque les salariés effectuent d'importants investissements en capital humain spécifique à la firme (par définition peu redéployable dans d'autres sociétés ou

⁸. Une rente (ricardienne ou d'efficacité) pour un apporteur de ressources est égale au supplément de rémunération perçu par rapport à la rémunération minimale nécessaire à l'établissement de la transaction. Elle est normalement liée à la rareté de cette ressource. La quasi-rente est égale au supplément de rémunération perçu en sus de la rémunération minimale nécessaire à la poursuite de la transaction. Elle tient compte des coûts de sortie (perte de valeur) due à l'accroissement de la spécificité de l'actif une fois la relation établie. Pour un approfondissement, se reporter à Milgrom et Roberts [1992].

difficilement "valorisable" sur le marché du travail [Williamson, 1985 ; Blair, 1999]), et attendent en retour un partage des gains futurs qu'ils auront contribué à réaliser [Furubotn, 1988 ; Smith, 1991]⁹.

L'intérêt de l'actionnariat des salariés est alors de conférer à ces derniers un certain nombre de droits (participation aux assemblées, droit d'information, droit de vote, droit d'agir en justice...) qui leur permettent de sauvegarder leurs intérêts en prenant part aux décisions prises dans les assemblées d'actionnaires et en contrôlant, notamment lorsqu'ils participent à l'activité du conseil d'administration ou de surveillance, les décisions stratégiques de la firme et le comportement des dirigeants.

Toutefois, l'actionnariat contraint les salariés à investir tout ou partie de leur richesse dans l'entreprise, alors qu'ils y ont déjà placé leur capital humain¹⁰. Cela a pour effet d'accroître leur investissement spécifique à la firme, les actions ainsi acquises n'étant généralement librement cessibles qu'au terme d'une période d'indisponibilité de plusieurs années (notamment afin de bénéficier d'un traitement avantageux des plus-values réalisées sur les plans fiscal et social). La perte d'utilité qui en découle est d'autant plus grande que la valeur des actions acquises (et éventuellement des *stock-options*) est très importante relativement à leur salaire fixe et à leur fortune personnelle. Cette concentration dans l'entreprise du risque qu'ils supportent, peut alors produire les effets contre incitatifs déjà évoqués. De même que dans la littérature consacrée aux relations actionnaires/dirigeants [cf. Desbrières, 1997b], on trouve ici l'intérêt de mixer formules d'actionnariat et primes reposant sur des mesures comptables de la performance (résultats d'exploitation, indices de productivité...), ceci d'autant plus qu'existent d'importantes asymétries informationnelles, porteuses de conflits potentiels, entre dirigeants et salariés et que la variabilité des cours boursiers est élevée relativement à celle des indicateurs comptables. On peut aussi expliquer dans ce contexte la mise en place dans certaines entreprises de montages très faiblement risqués, combinant endettement, affectation de la participation légale et de l'intéressement, abondement de l'entreprise et versements volontaires des salariés pour financer l'acquisition des actions. Dans d'autres cas, on propose aux salariés d'acquérir des parts de fonds diversifiés ou « multi-entreprises ». Ces pratiques visent à pallier l'absence de protection

⁹. A ce titre et indépendamment de l'actionnariat des salariés, pour ces derniers auteurs et pour Aoki [1984], la solution la moins coûteuse et la plus efficace serait l'association des salariés à l'administration de la firme.

¹⁰. Cette perte d'utilité est en partie compensée par la réduction du risque de perte d'emploi qui résulte de l'appréciation des performances individuelles et collectives liées à la pratique de l'actionnariat (cf. § 2.2.).

des formules d'actionnariat contre le risque de marché des titres (les crises qui frappent de manière récurrente les marchés boursiers peuvent réduire à néant tous les efforts consentis pour maximiser la valeur de marché des actions de l'entreprise).

Au total, la relation d'agence entre la firme et ses salariés soulève deux problèmes : si ces derniers doivent être à même d'accroître et de préserver leur capital humain, la première doit quant-à-elle maintenir son avantage compétitif ainsi que la valeur du capital humain qu'elle a contribué à créer. Dans ce contexte, l'adoption de formules d'actionnariat des salariés peut constituer une solution peu coûteuse et efficace pour assurer la stabilité de la coalition en place ou, en d'autres termes, favoriser le développement d'une coopération entre les parties prenantes [Aoki, 1984 ; Marens et alii, 1999] puisqu'il s'agit d'un mécanisme d'incitation à la performance qui permet la représentation des salariés dans les organes de décisions et de contrôle de la firme. Etudions alors les conditions d'efficacité de ce mécanisme incitatif.

1.2. Les incidences théoriques de l'actionnariat sur le comportement des salariés ainsi que sur la performance de l'entreprise

La pratique de l'actionnariat, comme celle de la participation financière¹¹ plus généralement, relève de la volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de la firme, et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont attachés, dans la mesure où leurs motivation et implication dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle. A ce titre, l'actionnariat des salariés semble plus approprié pour contrôler les sources de conflits que les ajustements futurs du niveau de rémunération. En effet, les possibilités de contrôle apportées par la renégociation des salaires sont d'autant plus limitées que le niveau de ces derniers est faible, que les salariés sont âgés et que l'accroissement des salaires est jugé insuffisant au regard du niveau de performance atteint [Desbrières, 1997b]. De plus, le fruit de l'intéressement au capital n'étant perçu qu'à terme, lors de la revente de tout ou partie des titres, son impact sur la performance de l'entreprise devrait être plus durable que celui des primes annuelles reposant sur des mesures comptables de la

¹¹. Il s'agit des mécanismes légaux destinés à promouvoir l'association capital-travail dans l'entreprise : accords d'intéressement, participation légale, plans d'épargne d'entreprise (PEE), plans d'options sur actions (POA), plan partenarial d'épargne salarial volontaire (PPESV), plan d'épargne interentreprises (PEI)...

performance¹². Enfin, compte tenu de l'autocontrôle et du contrôle mutuel qu'il favorise, cette pratique de l'actionnariat devrait favoriser l'allègement de la structure formelle de contrôle de l'entreprise [Desbrières, 1997b].

Ainsi, la pratique de l'actionnariat modifie les arbitrages entre les différents mécanismes permettant de limiter les coûts d'agence inhérents aux conflits d'intérêts entre la firme et ses salariés, quel que soit leur niveau hiérarchique. Elle contribue aussi à la pérennité des entreprises¹³. Ces effets positifs devraient être d'autant plus remarquables que les firmes qui y recourent se caractérisent par une forte séparation des fonctions de décision et de mise en œuvre et que les salariés réalisent d'importants investissements spécifiques.

Cependant, la mise en place de l'actionnariat des salariés pose d'emblée plusieurs problèmes qui en conditionnent largement l'efficacité. S'agissant *a priori* d'adopter un mécanisme incitatif visant l'accroissement de la performance, les premiers problèmes concernent la définition et la mesure de cette dernière ainsi que l'affectation d'une récompense adaptée à celle-ci. L'actionnariat des salariés semble plus particulièrement adapté pour inciter à une performance absolue et globale (maximisation de la performance financière ou boursière si la société est cotée), notamment lorsque les diverses activités de la firme et les tâches des salariés sont liées ou interdépendantes [Gupta et Govindarajan, 1986 ; Hill C., Hitt M., Hoskisson R., 1992]. Toutefois, il est évident que les efforts individuels des salariés n'ont que peu d'influence sur le cours de bourse de l'action. Le caractère incitatif de l'actionnariat des salariés peut alors être renforcé si l'octroi des actions et des avantages qui y sont attachés sont liés à la réalisation d'objectifs correspondant à une performance individuelle ou locale (par exemple, la productivité sur un poste de travail ou d'une équipe) et relative à une ou plusieurs des références suivantes : la performance antérieurement réalisée ; le niveau de performance atteint sur la période par les firmes du même secteur d'activité ; les moyens mobilisés pour atteindre celle-ci. Il est aussi

¹². Plusieurs travaux montrent que l'octroi de telles primes conduit à une amélioration des performances des sociétés, ce d'autant plus qu'il s'effectue dans un environnement décentralisé et s'accompagne de mesures visant à accroître la responsabilité et la participation des salariés et de changements organisationnels (relatifs à l'organisation du travail, la qualification et la formation des salariés...). Toutefois, si elles sont stimulantes à court terme, ces primes deviennent rapidement un dû et on observe souvent un effet démobilisateur important lorsque l'objectif ouvrant droit à leur attribution n'est pas atteint [Desbrières, 1997b].

¹³. Dans un environnement concurrentiel, les firmes qui survivent sont celles qui sont les plus efficaces, donc celles qui minimisent leurs coûts d'agence pour un niveau donné d'activité et de performance.

important que ces objectifs soient fixés en concertation avec les bénéficiaires et qu'ils soient non manipulables et faciles à observer et à contrôler par toutes les parties concernées¹⁴.

Se pose aussi le problème du niveau de cet intéressement en actions relativement au salaire, voire à la fortune personnelle des salariés. En effet, la valeur d'une composante spécifique de rémunération et l'incitation qu'elle crée dépendent en théorie de la composition du panier de rémunération et de la structure du patrimoine de son bénéficiaire [Lambert, Larcker et Verrechia, 1991]. Il existerait ainsi une relation négative entre l'utilité et le pouvoir incitatif des actions et des *stock-options*, d'une part, et la part relative du patrimoine des salariés qui est sensible à l'évolution de la valeur de marché des titres de la firme, d'autre part. Ce résultat renvoie aux problèmes tenant au choix, au dosage et à la généralisation des formules particulières de rémunération des salariés, dont l'actionnariat, qui peuvent conduire à des conflits internes : entre les avantages non pécuniaires et les rémunérations directes fixes ou variables (y compris l'actionnariat)¹⁵ ; entre le souci d'équité et l'efficacité¹⁶ ; entre les salariés ne bénéficiant pas du même niveau d'actionnariat, ainsi qu'entre ces derniers et les exclus du système¹⁷.

La contribution de Lambert, Larcker et Verrechia [1991] renvoie aussi à un autre problème inhérent au degré de séparation des fonctions de propriété et de décision. Lorsque cette séparation fonctionnelle est importante, c'est-à-dire lorsque le capital de la société est diffus et qu'elle est cotée en bourse, les salariés-actionnaires sont soumis au risque boursier du titre alors que, sauf recours à des contrats et montages particulièrement complexes, les formules d'actionnariat ne prévoient pas de protection contre celui-ci. L'actionnariat peut donc produire un autre conflit interne, entre les aspects incitatifs et le caractère risqué de cette forme de rémunération. Inversement, lorsque les fonctions de propriété et de décision sont réunies entre les mêmes mains (c'est le cas des firmes entrepreneuriales où ces fonctions sont assumées par le dirigeant-proprétaire), se pose les problèmes du caractère peu aliénable [cf. Jensen et Meckling, 1992] des actions détenues par les salariés, c'est-à-dire de la difficulté de les vendre et d'en percevoir le prix, et de l'évaluation de cette politique d'actionnariat grâce à un prix de marché.

¹⁴. Pour retrouver en détail certaines des dimensions évoquées ici, lire Baker, Jensen et Murphy [1988].

¹⁵. Sachant que de plus leur traitement fiscal et social est différent.

¹⁶. Un traitement égalitaire contribue à réduire les activités d'influence, mais risque de faire partir les salariés les plus efficaces ou de conduire ceux-ci à rechercher des statuts différenciés [Milgrom et Roberts, 1992].

¹⁷. L'actionnariat salarié laisse à l'écart toute une fraction de l'effectif qui n'a pas les moyens ou ne souhaite pas adhérer aux opérations proposées, ainsi que les salariés gravitant en marge de l'entreprise (intérimaires, détenteurs de CDD...), en raison des critères d'ancienneté généralement prévus.

La réflexion et les réponses apportées à ces différents problèmes sont importants car ils conditionnent le sens de la causalité entre la pratique de l'actionnariat des salariés et la performance des firmes.

Enfin, on pourrait craindre que les vertus incitatives de l'actionnariat des salariés soient atténuées par le développement du comportement de "passager clandestin" ou de *free rider*, qui consiste à ne pas modifier son comportement opportuniste tout en profitant d'une partie de l'enrichissement produit par les efforts des autres salariés. Fitzroy et Kraft [1987] réfutent toutefois cette hypothèse en prenant en compte les multiples interactions existant entre les salariés appartenant à un même groupe de travail. Leur argumentation est la suivante : avec la pratique de la participation financière, dont l'actionnariat, toute action individuelle, comme une réduction de l'effort fourni, produit des externalités sur les autres bénéficiaires ce qui favorise : un contrôle mutuel efficace (limitant le risque de réduction par collusion de l'effort et favorisant une organisation du travail décentralisée et la participation à la prise de décision) ; une collaboration entre bénéficiaires entraînant, outre des gains de productivité (et donc un accroissement de la part variable de leur rémunération), des gains psychiques qui augmentent avec le niveau moyen de collaboration offert par les autres salariés ; une coopération avec la direction.

Ces réflexions théoriques s'inscrivent dans le cadre plus général de la politique de rémunération des salariés qui a pour objectifs [Milgrom et Roberts, 1992] : recruter et conserver les salariés ; éliminer les indésirables ; signaler ses valeurs et les comportements désirés ; récompenser et punir. Cette politique vise aussi à aider les salariés à lutter contre l'incertitude de leurs revenus et à répartir leur temps et leurs efforts entre les différents objectifs, missions et tâches qui leur sont assignés. Plus on s'élève dans la hiérarchie, plus elle devrait prendre en compte le caractère multidimensionnel, voire spécifique à la firme, de l'investissement en capital humain des salariés et des efforts qui leur sont demandés¹⁸.

L'actionnariat contribue donc à la politique de recrutement et de fidélisation des salariés. Il est aussi partie intégrante du système de pilotage de leur comportement et du système de sanction/récompense. En d'autres termes, l'attribution d'actions et les gains qui y sont attachés sont un élément de la contrepartie, d'une part, des efforts déployés par les salariés pour

¹⁸. Les salariés devant alors contribuer aux missions confiées aux dirigeants telles que les définissent Milgrom et Roberts [1992] : superviser ; motiver les subordonnés ; mettre en place les structures organisationnelles ; proposer des réponses aux situations imprévues ; proposer, évaluer et réaliser les nouveaux investissements ;

maximiser la valeur créée par la firme et la richesse des actionnaires et, d'autre part, de l'investissement non diversifiable et souvent spécifique de leur capital humain dans l'entreprise. Compte tenu de ses incidences sur leur implication et leur comportement, la pratique de l'actionnariat apparaît être un facteur-clé d'intégration des salariés dans l'organisation et d'accroissement des performances individuelles et collectives. Mais cette pratique n'est pas exempte de risque de conflits internes qui peuvent en atténuer l'efficacité.

1.3. Les incidences théoriques de l'actionnariat des salariés sur la répartition du pouvoir et sur la gouvernance des entreprises

Le développement de l'actionnariat permet aux salariés de participer aux assemblées générales (AG) d'actionnaires et peut les conduire à siéger au conseil d'administration (CA) ou de surveillance (CS). Les incidences de l'actionnariat des salariés sur la répartition du pouvoir dans l'entreprise et sur le système de gouvernance de celle-ci sont multiples.

Précisons que nous ne traiterons pas ici de la problématique, fort différente, de transmission de l'entreprise à ses dirigeants et salariés au moyen d'un LMBO (*leveraged management buy-out*)¹⁹ et/ou de *stock-options* [cf. Desbrières, 1995]. En dehors de ce cas particulier, l'actionnariat des salariés ne s'inscrit pas *a priori* dans une logique de transmission d'un pouvoir effectif (cf. § 2.1.), mais vise la mise en place d'un système de rémunération incitatif sous contrainte de dilution de la propriété et surtout du pouvoir.

La problématique de l'influence des salariés-actionnaires sur le système de gouvernement des entreprises privées ou capitalistes est pour l'heure très peu traitée²⁰. Pour ce faire, nous tiendrons compte du double statut des salariés-actionnaires : apporteurs de capital humain d'une part, et investisseurs en fonds propres d'autre part. Nous développerons deux thèses concurrentes. Selon la première, l'actionnariat des salariés renforce l'efficacité de la gouvernance de l'entreprise et favorise la convergence des intérêts des différentes parties prenantes (dirigeants, actionnaires externes, salariés...). Selon la seconde thèse, cette participation facilite l'enracinement des dirigeants, au détriment des intérêts des actionnaires externes. Les dirigeants peuvent en effet

prévoir les stratégies des concurrents ; concevoir et mettre en oeuvre des stratégies concurrentielles ; négocier avec les différents partenaires (clients, fournisseurs, pouvoirs publics...).

¹⁹. Il s'agit d'un rachat de la firme par un holding endetté dans lequel les *managers*, accompagnés d'autres catégories de salariés, ont une participation leur assurant le contrôle, sinon la pleine propriété de celle-ci.

²⁰. A l'exception des contributions de Blair [1995], Desbrières [1997b], et de certains travaux publiés dans Blair et Roe [1999] et dans Blair M. et Kochan T. [2000].

influencer les salariés (à l'aide de promotions, d'augmentations de salaires ou de divers avantages, notamment la stabilité de l'emploi) et neutraliser leur contrôle de manière à ce que ne soit pas remis en question le niveau des rentes qu'ils tirent de la firme, ou à accroître celui-ci.

Présentons les arguments de la première thèse. Outre les informations privées qu'ils détiennent, leur statut d'actionnaire donne aux salariés un droit d'information²¹ et favorise les échanges avec les actionnaires externes réunis en AG. Cette confrontation d'informations contribue à limiter la latitude discrétionnaire des dirigeants et à renforcer le système de gouvernance de la firme. De plus, quels que soient les mécanismes leur ayant permis d'acquérir des titres et à moins que ceux-ci soient regroupés dans un FCPE (Fonds Commun de Placement d'Entreprise)²², les salariés-actionnaires participent directement aux décisions prises en AG. Leur pouvoir est *a priori* strictement 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 extrastatutaires leur octroient des droits de vote supplémentaires ou atténuent l'incidence des votes d'autres groupes d'actionnaires [cf. Desbrières, 1997a]. Par delà le taux de vote dont ils peuvent se prévaloir, le pouvoir des salariés-actionnaires se mesure par leur capacité à influencer les décisions prises en AG. Ils ont ainsi la possibilité d'exercer un contrôle actif des dirigeants dans la mesure où, même minoritaires, ils peuvent créer ou rejoindre une coalition visant à contrer les décisions émanant de la majorité (et qui sont généralement proposées par les dirigeants)²³. Leur motivation à contrôler efficacement les dirigeants est une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions.

Parmi leurs prérogatives, les salariés-actionnaires participent, avec les autres actionnaires réunis en AGO et ce individuellement et directement ou *via* le FCPE qui regroupe leurs actions ou l'association d'actionnaires qui les représente, à l'élection des membres du CA (ou du CS). Ils peuvent donc à ce titre parvenir à siéger dans cet organe de gestion (de surveillance). La question

²¹. En droit français, tout actionnaire peut ainsi se faire communiquer différents documents sur la gestion des affaires sociales et sur la vie sociale en général, dans la mesure où ces informations sont compatibles avec le secret des affaires. Il peut aussi poser par écrit des questions auxquelles le CA (ou le directoire) sera tenu de répondre lors de la prochaine assemblée. Des droits spécifiques sont donnés aux actionnaires représentant au moins 5 % du capital : interrogation par écrit, deux fois par exercice, du président du CA (ou du directoire) sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation ; obtention par décision de justice d'un expert chargé de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion.

²². Ce cas spécifique est traité à la fin de cette section.

²³. Sur l'activisme des actionnaires minoritaires, lire l'article de Carine Girard dans ce numéro spécial.

fondamentale est de savoir si le conseil doit intégrer des salariés-actionnaires, en dehors des dirigeants, des principaux actionnaires et d'experts externes. La réponse est positive si l'on se réfère à Fama [1980], qui stipule que le conseil devrait inclure des représentants des différents facteurs de production dont la productivité marginale peut être affectée par les décisions managériales. Tel est le cas pour les salariés-actionnaires si l'on considère qu'ils louent leur capital humain à la firme et y réalisent d'importants investissements spécifiques (cf. § 1.1). A ce titre, la loi française permet aux salariés-actionnaires de plus de 3 % de leur société de bénéficier d'une surreprésentation : des administrateurs supplémentaires peuvent en effet être nommés sur leur proposition²⁴. Dans les sociétés privatisées, la loi Giraud du 25 juillet 1994 a rendu obligatoire la représentation des salariés au conseil (3 ou 2 représentants selon qu'il comprend plus ou moins de 15 membres).

Cette dernière disposition pose le problème de la participation institutionnelle des salariés, c'est-à-dire de l'introduction dans le conseil de représentants de salariés (non-dirigeants et non-actionnaires). En dehors des cas de privatisation et contrairement à l'Allemagne où elle a un caractère obligatoire dans les entreprises de plus de 500 salariés, elle n'est en France qu'une simple faculté offerte par la loi. Les sociétés relevant du secteur privé peuvent en effet prévoir statutairement l'intégration d'administrateurs élus par les salariés qui siégeront au conseil avec voix délibérative²⁵. Plusieurs auteurs ont étudié les effets de la participation institutionnelle des salariés au conseil (CA ou CS), qui produisent des analyses et des résultats particulièrement intéressants pour notre problématique. En leur permettant de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme, la représentation de salariés dans le conseil conduit à une amélioration de la satisfaction, de l'implication et de la productivité des salariés, et favorise l'accélération du processus d'innovation, l'augmentation de la qualité...²⁶. Elle permet le partage d'une information pertinente et importante, utile en matière d'organisation du travail et de négociation collective et peut être très utile en période de crise, surtout lorsque la firme demande de nouveaux investissements spécifiques (en capital humain, financier) à ses salariés et que la protection du

²⁴. Pour déterminer ce seuil de 3 %, la loi n'autorise que la prise en compte des actions qui sont l'objet d'une gestion collective ou dont les intéressés n'ont pas libre disposition (actions figurant dans des PEE, PPESV ou FCPE, actions détenues directement par les salariés au titre des privatisations et des formules légales d'actionnariat pendant la période d'indisponibilité prévue par les textes).

²⁵. En dehors des dispositions légales concernant leur nomination et la cessation de leurs fonctions, ceux-ci disposent du même statut, des mêmes droits, des mêmes pouvoirs et des mêmes responsabilités que les administrateurs nommés par l'AGO des actionnaires.

²⁶. Le lecteur trouvera nombre de références bibliographiques dans Smith [1991, p.262], Blair et Roe [1999].

contrat de travail devient insuffisante²⁷, en atténuant le scepticisme de ces derniers et en promouvant l'échange d'informations crédibles [Aoki, 1984 ; Williamson, 1985]. De plus, la participation des salariés dans le conseil renforcerait l'efficacité du système de gouvernance. Elle peut leur permettre de faire respecter les promesses que les dirigeants leur ont faites²⁸, par exemple une plus grande sécurité d'emploi en contrepartie de salaires moins élevés et d'une plus grande productivité [Aoki, 1990]. Elle favorise aussi selon Smith [1991] la réduction de l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes et concoure à limiter : 1) la propension qu'ont les dirigeants à s'autodésigner comme étant la principale source de productivité et d'innovation dans l'organisation, et à justifier ainsi l'accroissement de leurs rémunérations et l'obtention de nouvelles promotions ou avantages, au détriment de la richesse (ou de l'utilité) des salariés et des actionnaires ; 2) les conflits provenant des divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants, l'âge moyen des salariés étant inférieur à celui des dirigeants et leur espérance de durée de vie dans la firme étant en général supérieure ; 3) la dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant aussi bien leur niveau de compétence et d'effort, que celles afférentes aux décisions managériales.

Ce dernier point révèle combien les salariés peuvent contrecarrer une stratégie d'enracinement des dirigeants en révélant, au cours de la réunion du conseil destinée à ratifier la décision incriminée et son financement, le caractère spécifique²⁹ aux dirigeants de l'investissement proposé et qui leur aurait permis de se soustraire au jeu des différents mécanismes de gouvernance. Cette participation au conseil introduit des possibilités de prise de parole des salariés³⁰ (ce qui favorise la stabilité de la coalition) et contribue à donner un caractère préventif au système de gouvernement d'entreprise (les discussions permettant d'éclairer les décisions stratégiques qui

²⁷. Gordon [1999] illustre parfaitement ces propos dans le cas du secteur du transport aérien aux USA.

²⁸. Ces contrats implicites vendus au personnel sont souvent une des sources majeures de création de capital organisationnel spécifique [Cornell et Shapiro, 1987] pour la firme. Ils permettent d'obtenir une meilleure flexibilité de la gestion à long terme des relations avec les salariés, le facteur permettant à ces contrats de s'établir étant la réputation de la firme [Klein, Crawford et Alchian, 1978]. La base de ces contrats est constituée par la réputation du dirigeant (qui joue un rôle déterminant et peut leur donner un caractère personnel) ou encore par les relations de confiance bilatérales [Breton et Wintrobe, 1982].

²⁹. Il peut s'agir d'investissements dont la valeur dépend du maintien des dirigeants à la tête de l'entreprise et qui rendraient le remplacement de ces derniers trop coûteux pour les actionnaires [Shleifer et Vishny, 1989], ou qui accroissent l'incertitude, notamment sur la profitabilité de la firme, de manière à décourager tous les rivaux potentiels sollicités par les actionnaires [Stiglitz et Edlin, 1992].

³⁰. Cette prise de parole devrait être d'autant plus fréquente et efficace que les salariés peuvent difficilement sortir de la coalition, lorsqu'ils ont réalisé d'importants investissements spécifiques à la firme.

conditionnent la performance) et à décourager les tentatives de collusion entre dirigeants et administrateurs externes.

Ces développements traitant de la participation institutionnelle des salariés sont tout à fait transposables à notre problématique. La présence de salariés au conseil du fait de leur qualité d'actionnaire revêt toutefois plus d'intérêt. Premièrement, le contrôle des salariés-actionnaires nommés administrateurs devrait être plus efficace puisque de l'intensité et de la qualité de leur activité au conseil dépend non seulement la valeur de leur capital humain, mais aussi celle de leurs actions. Deuxièmement, n'étant pas les représentants officiels d'un syndicat ni élus par l'ensemble des salariés, leurs décisions et leur surveillance ne devraient pas être "bruitées" par des considérations de négociation collective.

Il n'en reste pas moins que l'efficacité du contrôle exercé par les salariés-actionnaires, dans les AG comme au conseil, est fondamentalement conditionnée par leur degré d'indépendance vis à vis des dirigeants³¹. *A priori*, leur incitation à assurer un contrôle efficace devrait être d'autant plus forte que leur richesse dépend de la performance de l'entreprise et, par conséquent, des décisions et du comportement de ses dirigeants. Là encore, compte tenu de l'importance de leurs investissements (en capital humain et financier) spécifiques à la firme, les salariés-actionnaires devraient compter parmi les agents les plus indépendants, dans les assemblées comme au conseil.

Etudions alors les arguments défavorables à une représentation des salariés-actionnaires dans le CA ou le CS. Ceux-ci reposent sur la théorie de l'agence selon laquelle le conseil a pour fonction principale la gestion de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants et ne représente pas à ce titre l'organe le plus adapté pour gérer la relation d'agence entre la firme et les salariés [Charreaux, 1985]. D'ailleurs, tous les actionnaires, y compris ceux qui sont salariés, sont naturellement représentés au conseil par les administrateurs nommés par l'AGO. Ainsi, les salariés ne devraient parvenir à siéger au conseil que dans la mesure où ils font partie des actionnaires de référence. Cependant, même dans ce cas, les membres du conseil représentent collectivement l'ensemble des actionnaires et non une catégorie de ceux-ci. Par principe, les salariés-actionnaires nommés administrateurs devraient donc représenter l'ensemble des actionnaires et non leurs seuls intérêts, ce qui peut limiter la portée de ce mécanisme de sauvegarde de leurs intérêts.

³¹. Tel n'est pas le cas lorsque la majorité des salariés envoient leurs droits de vote aux dirigeants de la firme. De plus, la composition des conseils de surveillance des FCPE est souvent sous le contrôle des dirigeants, notamment lorsqu'il s'agit de fonds « diversifiés » au sens de la loi sur l'épargne salariale du 19/02/2001.

A cela s'ajoutent les limites de la représentation institutionnelle des salariés mises en avant par les théoriciens des organisations, dont Aoki [1984], dont certaines³² sont à nouveau transposables à notre problématique. Lorsqu'ils siègent au CA ou au CS, il n'est pas certain que l'information qu'ils vont y acquérir soit appréciée de manière adéquate par les salariés ou ne soit pas détournée, utilisée, de manière à influencer les transactions afin de satisfaire leurs propres intérêts, ou ceux de l'ensemble des salariés³³, de la concurrence... Il est aussi probable que cette participation atténue la frontière existant entre la négociation collective et le management participatif. Cette confusion peut conduire, d'une part, les dirigeants à retirer certaines décisions des prérogatives du conseil (quitte à organiser des conseils informels) et à censurer l'information divulguée dans cet organe et, d'autre part, les salariés-administrateurs confrontés à l'incertitude de cette démarcation à ne pas vouloir se retrouver impliqués, ni dans les délibérations du conseil, ni dans les décisions managériales, et à maintenir des liens étroits avec les syndicats.

Le choix d'une structure avec directoire et CS peut alors limiter cette confusion puisque dans ce cas, les représentants des salariés-actionnaires n'ont qu'un droit de contrôle [Desbrières, 1997c]. Leur présence au CS leur permet toutefois de participer au recrutement des membres du directoire ainsi qu'à leur contrôle et donc d'influencer indirectement l'orientation de la politique managériale de l'entreprise. Dans ce contexte, il n'est pas inconcevable d'envisager des collusions entre les salariés-administrateurs et les dirigeants de la firme. Lorsqu'ils cherchent à s'enraciner, ceux-ci ont tout intérêt à céder des contrats implicites (promesses de promotion, avantages en nature...) aux salariés qui sont les plus incités à les contrôler efficacement. Il s'agit des individus les plus performants, qui réalisent de substantiels investissements spécifiques à la firme, ou qui sont administrateurs. Ils abandonneront d'autant moins difficilement leur rôle de contrôle que le partage, avec les dirigeants, des rentes que ces derniers auront tiré de leur stratégie

³². On ne peut comme certains auteurs condamner l'actionnariat salarié aux mêmes inefficiences que la firme autogérée, et qui tiennent : à la propension des salariés à maximiser le revenu par individu plutôt que les profits ; à l'horizon économique des employés relativement à celui des investissements ; à la propension qu'ils ont de ne pas embaucher de nouveaux collaborateurs, afin de ne pas subir de dilution sur les bénéfices produits ; au comportement de passager clandestin ; à l'hétérogénéité des préférences des salariés actionnaires et aux problèmes de pilotage de la firme qui en résultent. Pour une revue, lire Blair et alii [2000], p.243-246.

³³. Bien que soumis à des règles déontologiques et à une obligation de confidentialité, les administrateurs salariés peuvent très bien diffuser les informations relatives à la situation économique et financière de la firme afin d'alimenter les réflexions et négociations des syndicats en matière d'emploi, de rémunération, d'organisation du travail... Ce risque est accru lorsque ces administrateurs sont des représentants syndicaux : les informations peuvent être utilisées en dehors de la firme dans le cadre de négociations nationales ou de

d'enracinement leur est profitable relativement aux rémunérations qu'ils auraient obtenues en contrepartie de leur performance, de leur investissement en capital humain et financier spécifique à la firme, ou de leur réputation d'administrateur indépendant.

Cette collusion entre salariés-actionnaires et dirigeants peut nuire au contrôle externe par le marché des prises de contrôle et par le marché du travail lorsque les premiers, affiliés aux seconds, renoncent à apporter leurs titres à l'offre publique visant à sanctionner la gestion inefficace de la firme. Outre les avantages directs qu'ils peuvent tirer de leur affiliation (sursalaires, promotions...), les salariés-actionnaires minimisent la probabilité de voir leur contrat de travail rompu en cas de réussite de la prise de contrôle [Schleifer et Summers, 1988]. Cette stratégie d'enracinement peut toutefois s'avérer profitable à tous les membres de la coalition si les dirigeants et les salariés, rassérénés, accroissent leur investissement, désormais protégé, en capital humain spécifique à la firme ainsi que leur performance [Easterbrook et Fischel, 1983 ; Scholes et Wolfson, 1990].

De plus, un problème spécifique se pose en cas d'actionnariat indirect des salariés. D'une manière générale, lorsque les actions sont groupées dans un fonds, le droit de participer aux assemblées et le droit de vote attachés à celles-ci sont exercés par un mandataire qui représente le fonds à l'égard des tiers. Se pose alors le problème de l'éventuelle collusion entre les dirigeants de la firme et le gestionnaire du fonds, les premiers pouvant inciter le second à soutenir les projets qu'ils présentent et à voter dans le sens de leurs intérêts, notamment dans le cadre d'une stratégie d'enracinement. Cette pratique, que l'on rencontre aux Etats-Unis avec la formule des ESOPs (*Employee Stock-Ownership Plans*), peut toutefois selon Stulz [1988] être facteur d'accroissement de la valeur de la firme lorsque le taux de participation initial des dirigeants est faible. Le gain de contrôle obtenu par ceux-ci garantirait une résistance supérieure aux tentatives de prise de contrôle et maximiserait la prime obtenue par les actionnaires externes. Dans le contexte français, la problématique est la même lorsque le FCPE a pour objet la gestion des sommes attribuées aux salariés au titre de la participation légale, de l'intéressement, ou de celles versées par eux dans un plan d'épargne (PEE, PPESV, PEI), le droit de vote attaché aux actions étant exercé par un mandataire désigné par le conseil de surveillance du fonds. Seule la création d'un FCPE « dédié », dont un tiers des actifs au moins est composé des titres de l'entreprise (ou

branche. Une représentation syndicale au conseil peut ainsi entraver la libre concurrence dans les industries [Aoki, 1984]. Pour de plus amples développements et des évidences empiriques, lire Aoki [1984], p.159 et s.

de sociétés qui lui sont liées), permet de revenir à la situation de l'exercice des droits de vote dans le cadre d'un actionnariat direct. En effet, lorsque son CS comprend des représentants de l'entreprise émettrice des titres, le règlement du fond peut prévoir que les droits relatifs à ces titres seront exercés individuellement par les salariés-actionnaires.

Finalement, outre le caractère préventif qu'il donne au système de gouvernement d'entreprise, l'actionnariat des salariés contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les dirigeants et les autres parties prenantes, c'est-à-dire l'ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme. Compte tenu de leur contribution au processus de création de valeur et de l'importance de leurs investissements spécifiques, les salariés sont au premier rang de ces parties prenantes. Ce faisant, les formules d'actionnariat qui leur sont destinés favorisent l'émergence d'une solution coopérative : ayant intérêt à la survie de la coalition, soit la poursuite de l'activité, les différentes parties prenantes sont incitées à coopérer plutôt qu'à entrer en conflit pour créer et s'approprier des rentes [Aoki, 1984 ; Marens et alii, 1999].

II. Le comportement effectif des salariés actionnaires et les incidences de l'actionnariat salarié

Avant que de présenter les résultats des travaux consacrés aux multiples incidences de l'actionnariat des salariés sur la performance et la gouvernance des firmes, il convient de s'intéresser à l'ampleur de ce phénomène, notamment en France.

2.1. La pratique de l'actionnariat salarié

Selon la FAS (Fédération française des Actionnaires-Salariés), il y avait à la fin de l'année 1999 plus d'un million de salariés actionnaires, pour un total de 300 milliards de francs investis. Plus de 25 000 entreprises ont ainsi ouvert leur capital à leurs salariés. Ces chiffres sont à rapprocher des statistiques connues pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis. Selon les données du Trésor britannique [cf. Pendleton et Wright, 2000], 1 750 entreprises, dont la quasi totalité de celles de l'indice boursier FTSE 100, avaient mis en place près de 6000 plans d'actionnariat fin 1998, couvrant environ 2,5 millions de salariés britanniques. Près de 56 % de ces plans étaient en vigueur dans des sociétés cotées en bourse. Selon le NCEO (*National Center for Employee Ownership*) il y avait en avril 2001 environ 11500 plans d'actionnariat en vigueur aux Etats-Unis,

couvrant environ 8,5 millions de salariés pour un total de 500 milliards de dollars investis. Seulement 5 % de ces plans ont été adoptés dans des entreprises cotées à capital diffus³⁴.

A notre connaissance, la seule étude descriptive d'envergure jamais réalisée en France est celle de Trébucq [2001], pour le compte de l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe. Elle montre que la pratique de l'actionnariat salarié est loin d'être un phénomène marginal, et que celle-ci varie selon que l'on considère la taille, le secteur d'activité et le marché de cotation des sociétés étudiées.

L'étude considère dans un premier temps les 36 sociétés françaises appartenant à l'indice CAC 40. 32 d'entre elles (soit 89 %) disposent d'un actionnariat salarié. Parmi les 32 sociétés pour lesquelles l'information est disponible, il paraît que la moyenne du pourcentage du capital détenu par les salariés s'élève à 3,14 %, la plus forte participation observée l'étant au sein de la Société Générale (8,9 %). La proportion des salariés actionnaires (connue pour 25 sociétés seulement) est égale à 42 %, cette moyenne cachant d'importantes disparités (moins de 10 % chez Casino et Sodexo ; plus de 70 % chez Carrefour, Thalès, Aventis, TF1 et France Télécom).

Dans un second temps, cette étude révèle que 48 % seulement des 233 sociétés françaises appartenant à l'indice SBF 250 sont dotées d'un actionnariat salarié, qui représente en moyenne 4 % du capital. Le plus fort pourcentage observé l'est au sein de Stéria (32,80 %), le plus faible l'étant au sein de la CGIP (0,10 %). L'étude montre aussi une grande dispersion sectorielle. Les secteurs d'activités les plus actifs en la matière sont la Construction (plus de 67 % des sociétés impliquées avec un pourcentage moyen de capital détenu par les salariés de 7,4 %), suivie des Biens d'Equipements et des Autres Services (près de 50 % des sociétés impliquées avec un pourcentage moyen de capital détenu par les salariés légèrement supérieur à 5 %), les secteurs l'étant le moins sont l'Immobilier et surtout les Sociétés d'Investissement (17 % des sociétés impliquées avec un pourcentage moyen de capital détenu par les salariés proche de 0,95 %).

Trébucq [2001] montre que 28 % seulement des sociétés cotées du Premier Marché, Second Marché et Nouveau Marché pratiquaient l'actionnariat des salariés fin 2000. Quel que soit le marché considéré, les entreprises concernées ont une capitalisation boursière moyenne significativement plus élevée que celle des entreprises sans actionnariat salarié. Si, comme

³⁴. Pour une présentation détaillée des formules d'actionnariat en vigueur au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, se reporter respectivement à Pendelton et Wright (2000) et au site internet du NCEO (www.nceo.org).

pouvaient le laisser entendre les chiffres précédents, ce phénomène est surtout présent dans les firmes cotées au Premier Marché (cf. tableau 1), l'auteur montre que le pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés n'est pas statistiquement différent entre ces trois marchés.

Enfin, il paraît que le nombre de sociétés dans lesquelles les actionnaires détiennent plus de 3 % du capital (nouveau seuil ouvrant l'option, depuis la dernière loi sur l'épargne salariale, de la présence d'un représentant des salariés actionnaires au conseil d'administration), n'est pas négligeable. Il représente en effet 32 % à 44 %, selon les marchés considérés, des sociétés pour lesquelles cette information était disponible (échantillon 2), et 7 % à 11 % des populations mères. Evidemment, cette option n'est pas forcément exercée par les firmes impliquées, loin s'en faut, et il conviendrait de scruter la composition et l'activité de leur conseil pour étudier l'incidence de l'actionnariat salarié sur la composition et le fonctionnement de ce mécanisme de gouvernance.

Tableau 1 : Actionnariat salarié dans les sociétés cotées des Premier, Second et Nouveau marchés au 31/12/2000

Marché (nombre d'entreprises)	% avec AS (taille échantillon 1)	% capital détenu par les salariés (taille échantillon 2)	Nombre de sociétés de l'échantillon 2 détenues à + de 3 % par leurs salariés
Premier Marché (323)	31 % (315)	Moyenne : 3,67 Ecart-type : 2,30 Médiane : 4,94 (96)	36 (37,5 % de l'échantillon 2) (11,4 % du total des firmes)
Second Marché (338)	24 % (333)	Moyenne : 3,54 Ecart-type : 1,80 Médiane : 5,30 (76)	24 (31,6 % de l'échantillon 2) (7,1 % du total des firmes)
Nouveau Marché (163)	27 % (162)	Moyenne : 5,53 Ecart-type : 2,07 Médiane : 8,76 (39)	17 (43,6 % de l'échantillon 2) (10,43 % du total des firmes)

D'après Trébuq [2001].

Pour compléter cette première étude d'envergure visant à mettre en évidence l'importance du phénomène d'actionnariat des salariés en France, il conviendrait d'une part, de ne pas se limiter aux seules sociétés cotées (qui ne représentent que 800 des quelques 25 000 entreprises françaises dans lesquelles un plan d'actionnariat a été adopté) et, d'autre part, de ne pas seulement raisonner sur le pourcentage absolu du capital détenu par les salariés, mais de considérer cette participation relativement à celle des autres catégories d'actionnaires (public,

actionnaires familiaux, fondateurs, financiers...), en tenant compte des éventuels pactes d'actionnaires.

2.2. Les effets constatés de l'actionnariat sur le comportement des salariés ainsi que sur la performance de l'entreprise.

Une première génération d'études empiriques³⁵ réalisées aux États-Unis et en Europe mettent en évidence les effets positifs de l'actionnariat des salariés sur le chiffre d'affaires, le niveau d'emploi, la productivité individuelle, les profits et la rentabilité économique. Bien qu'aucun lien de causalité n'ait été démontré, ces différents résultats pourraient provenir du fait, comme l'ont montré les études réalisées par le NCEO (*National Center for Employee Ownership*) dès le début des années 80, que l'actionnariat a un impact positif sur l'implication, la satisfaction et la fidélisation des salariés. Dans cet ensemble de travaux, certains montrent que les effets positifs dus à l'adoption de plans d'actionnariat apparaissent d'autant plus importants et significatifs que ces derniers sont accompagnés d'une politique active de participation des salariés à la prise de décision³⁶. Une méta-analyse récente de Sesil et alii [2001], conduite sur 26 études réalisées au cours des années 80 et 90 confirme l'incidence positive – quoique non systématique – de la pratique de l'actionnariat sur les attitudes et comportements des salariés, notamment dans un contexte de développement de la participation à la décision. Lorsque les résultats sont significatifs, ils sont toujours positifs et mettent en évidence une augmentation des satisfaction, implication et motivation individuelles.

Plus récemment, considérant 27 sociétés cotées aux Etats-Unis dont le capital est détenu au moins à hauteur de 20 % par leurs salariés, Blair et alii [2000] trouvent que la probabilité pour les firmes de rester indépendantes et cotées³⁷ est d'autant plus élevée qu'elles disposent d'un fort actionnariat salarié. Il ressort de cette étude que la présence de salariés actionnaires dans les sociétés cotées n'est pas facteur d'inefficience, d'instabilité et de conflits entre les différents apporteurs de ressources à l'entreprise. Une autre étude récente de Pugh et alii [1999] montrent que l'adoption de plan ESOPs réduit la gestion court-termiste des firmes américaines concernées

³⁵. Cf. les nombreuses études référencées dans Vaughan-Whitehead [1992], Desbrières [1997b], Sesil et alii [2001], d'Arcimoles et Trébucq [2002], sur le site du NCEO (www.nceo.org) ainsi que dans le numéro spécial de la revue *The Journal of Employee Ownership, Law and Finance* [2002].

³⁶. En revanche, il n'y aurait pas d'incidence particulière de la taille de l'entreprise, du secteur d'activité, de la proportion des salariés syndiqués et du taux de participation de ces derniers dans le capital.

puisqu'après l'opération, celles-ci augmentent significativement leurs investissements productifs et leur R&D relativement aux entreprises évoluant dans le même secteur d'activité. Gamble (2000)

Très peu d'études ont été consacrées aux plans de *stock-options* généralisés à l'ensemble du personnel. Deux études de Sesil et alii [2000]³⁸ montrent que, relativement aux autres sociétés du même secteur d'activité, les firmes américaines qui ont adopté de tels plans témoignent d'une plus grande productivité de leurs salariés et de plus fortes rentabilités boursière et économiques (mesure comptable et Q de Tobin). Ces firmes connaissent ensuite une plus forte croissance (en termes de chiffre d'affaires et de niveau d'emploi) et sont plus innovantes (au regard du nombre de brevets déposés).

Pour la France, l'étude de Vaughan-Whitehead [1992], montre que la mise en place de formules d'actionariat, qui n'a pas d'incidence significative sur la rentabilité du capital investi ni sur le chiffre d'affaires, a des vertus en termes de valeur ajoutée par salarié et de *turnover*. Il semble donc particulièrement adapté aux objectifs d'amélioration de la productivité et de fidélisation du personnel. Dondi (1992) observe sur une centaine d'entreprises cotées que la rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part de capital détenue par les salariés augmente, jusqu'au seuil de 10 % à partir duquel elle a tendance à décroître. Plus récemment, d'Arcimoles et Trébucq [2002] trouvent que, relativement à un échantillon de contrôle, les firmes françaises cotées ayant mis en place un plan d'actionariat témoignent de plus grandes rentabilités économique (retour sur investissement) et financière (mesure comptable et de marché³⁹), et de plus forts taux de croissance (des ventes et des effectifs salariés). L'impact positif de l'actionariat salarié n'est toutefois pas confirmé lorsqu'il est pratiqué dans les firmes familiales cotées [Trébucq, 2002]. Ce résultat semblerait provenir du fait que ces entreprises n'acceptent de recourir à l'actionariat salarié que lorsque l'entrepreneur et sa famille ne sont plus en mesure d'en assurer seuls le contrôle.

Sur un plan strictement financier, l'adoption de ces mécanismes incitatifs paraît profitable aux salariés eux-mêmes comme à l'ensemble des investisseurs puisque, que l'on considère le cas français ou américain, un portefeuille constitué uniquement d'actions d'entreprises dont les salariés détiennent une part substantielle du capital réalise sur le long et moyen terme une

³⁷. En d'autres termes de ne pas faire l'objet d'une des opérations suivantes : fusion ou acquisition ; faillite ; liquidation ; LBO/MBO.

³⁸. Sesil, Kroumova, Kruse et Blasi [2000], cités par Sesil et alii [2001].

³⁹. Ratio de Marris : Valeur de marché / Valeur comptable des fonds propres.

performance significativement plus importante que les différents indices boursiers de référence [d'Arcimoles et Trébucq, 2002]. Par exemple, en France, un tel portefeuille (indice IAS) a réalisé une rentabilité de 227 % de 1990 à 2001 contre 177 % pour l'indice SBF 250. Reste à savoir si cette surperformance est réelle et systématique, compte tenu du différentiel de risque pouvant exister entre les portefeuilles ainsi constitués et l'indice de marché auquel ils sont confrontés sur une même période. A ce titre, Blair et alii [2000] montrent qu'après ajustement des rentabilités pour le risque, elle n'apparaît véritablement aux Etats-Unis qu'au cours des années 90 (surtout à partir de 1993).

Compte tenu de son apparente efficacité économique, on peut se demander pourquoi la pratique de l'actionnariat des salariés ne s'est pas généralisée ou à tout le moins, n'est pas davantage développée. Certains auteurs apportent un début de réponse en étudiant les caractéristiques des firmes qui ont mis en place de tels plans, relativement à leurs consœurs du même secteur d'activité. Dans leur étude précitée, Blair et alii [2000] montrent que les sociétés cotées dont les salariés détiennent plus de 20 % du capital ont une plus grande taille (en termes d'effectifs et de chiffre d'affaires), une plus faible variance de la croissance de leurs effectifs⁴⁰ mais sont moins capitalisées⁴¹ que les firmes appartenant aux mêmes secteurs d'activité. Pour la France, d'Arcimoles et Trébucq [2002] montrent que les sociétés cotées qui pratiquent l'actionnariat salarié ont une plus grande taille et un plus fort taux d'internationalisation de leurs activités que les autres firmes.

Les travaux de Ben-ner et alii [2000] sont très intéressants dans la mesure où ils s'intéressent aussi aux salariés eux-mêmes. Ils confirment bien qu'aux Etats-Unis, un plan ESOP a d'autant plus de chances d'être adopté que l'entreprise est de grande taille, mais ils montrent aussi que cette probabilité est d'autant plus forte que les activités et tâches des salariés sont interdépendantes, que ceux-ci sont employés depuis longtemps par la firme et perçoivent des salaires élevés, et enfin que leurs compétences sont difficilement transférables. Si les premiers résultats offrent quelque validité à nos développements théoriques de la première partie, le dernier est important puisqu'il contredit l'argument théorique selon lequel l'actionnariat des salariés devrait être peu développé dans les organisations où ceux-ci réalisent d'importants investissements en capital humain spécifique. Comme le soulignent Blair et Kochan [2000, p.13],

⁴⁰. Notamment, comme le montrent les auteurs, parce que ces firmes sont moins soumises à des conflits sociaux et à des opérations de *downsizing*.

ce résultat peut provenir du fait que lorsque les salariés ayant réalisé ces investissements spécifiques bénéficient d'un avantage informationnel et que l'organisation est complexe, les inconvénients de la nécessaire décentralisation des droits de décision⁴² sont atténués par la mise en place du système incitatif qu'est l'actionnariat des salariés. Ben-ner et alii [2000] montrent aussi que la proportion des salariés participant au plan d'actionnariat est d'autant plus faible que des syndicats existent dans l'entreprise, que celle-ci est cotée en bourse et emploie une forte proportion d'actifs génériques (non idiosyncrasiques). En revanche, le taux de participation au plan ESOP des employés est lié positivement au niveau de leurs salaires et à leur ancienneté dans l'entreprise. Notons que dans le cas de la privatisation de France Télécom, Degeorge et alii [2000] corroborent le premier de ces deux derniers résultats et pas le second.

Ces différents travaux sont évidemment insuffisants pour expliquer la non-généralisation de l'actionnariat salarié dans les firmes. On peut alors s'intéresser de plus près à la perception qu'ont les actionnaires de cette pratique, ceux-ci la finançant en partie, en termes de réduction du prix d'acquisition et de dilution de fortune. Plusieurs études mesurent des rentabilités anormales (en excès d'un indice de référence) lors de l'annonce de l'adoption de plans d'actionnariat destinés aux salariés. Néanmoins, ces réactions positives ne sont pas systématiques ni toujours durables : d'une part, elles sont d'autant plus importantes que les entreprises concernées sont fortement contrôlées par des actionnaires externes et négatives lorsque leur actionnariat est diffus (ce qui témoigne d'un risque d'OPA plus élevé) ; d'autre part, ces réactions disparaissent dans les deux ans [d'Arcimoles et Trébucq, 2002].

Ces résultats mitigés peuvent avoir plusieurs origines :

- les plans d'actionnariat des salariés peuvent être plus souvent mis en place dans une optique de partage des résultats (répartition de la valeur ou rente créée) qu'à des fins incitatives (création de valeur) ;
- comme nous l'évoquions en première partie, le lien entre la production individuelle d'efforts par les salariés et la valeur de marché des actions peut s'avérer ténue ;
- le pourcentage de capital ainsi accessible aux salariés est le plus souvent insuffisant pour produire une réelle incitation et des effets positifs significatifs et durables ;

⁴¹. Le ratio utilisé par les auteurs est : capital social / nombre de salariés.

⁴². Cf. notre note n° 7.

- les plans d'actionnariat des salariés sont mis en place par les dirigeants qui désirent s'enraciner au détriment des autres parties prenantes, notamment les actionnaires externes ;
- enfin, les rentabilités anormales mesurées à l'annonce de l'adoption des ESOPs proviennent essentiellement des gains fiscaux engendrés à court terme par l'opération [Beatty, 1995].

Bien que la section 2.1 permette d'apporter quelque crédit à la troisième explication, ce questionnement final montre le chemin qui reste à accomplir pour expliquer les comportements observés et la relation existant entre la pratique de l'actionnariat salarié et la performance. Nous allons présenter dans la section 2.3 les travaux qui supportent l'avant dernière explication.

2.3. Les incidences de l'actionnariat des salariés sur la gouvernance des firmes.

L'incidence de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement des entreprises n'a jusqu'à présent été que très partiellement étudiée. Les travaux les plus élaborés s'appuient sur les mécanismes spécifiques que sont les ESOPs. Il s'agit de plans d'actionnariat à long terme destinés à développer l'actionnariat des employés à des fins incitatives, à promouvoir la capitalisation de leur épargne dans des plans de retraite ou à restructurer l'actionnariat de la firme. Une fiducie (*trust*) est créée pour gérer les versements des salariés (le plus souvent abondés par l'employeur) et la gestion du portefeuille titres. Ce *trust* doit investir plus de 30 % de ses ressources en titres de la firme. Il peut s'endetter pour compléter les versements provenant des salariés et de l'entreprise. Des avantages fiscaux réduisent le coût de l'abondement offert par la firme ainsi que le coût d'endettement du *trust*⁴³.

Les ESOPs américains se caractérisent par deux points importants : (1) ils sont initiés par les dirigeants, de manière discrétionnaire ; (2) le gestionnaire du *trust* (le *trustee*) est nommé par les dirigeants. Ce mécanisme est donc un moyen privilégié pour étudier le degré de collusion des actionnaires-salariés avec les dirigeants, les premiers pouvant mettre leurs droits de votes au service des intérêts des seconds, moyennant diverses contreparties. De plus, se pose la question de l'exercice des droits de vote des actions qui ne sont pas encore la propriété des employés, correspondant à la fraction des dettes non encore remboursées, et qui sont gérés par le

⁴³. Pour une présentation synthétique de ces mécanismes, se reporter au site du NCEO (www.nceo.org).

gestionnaire du *trust* nommé par le dirigeant. De nombreux travaux⁴⁴ se sont donc attachés à étudier dans quelle mesure les ESOPs sont un vecteur d'enracinement des dirigeants.

Ces études, fondées sur la technique classique en finance des analyses d'événements, parviennent à des résultats contradictoires. Si certaines trouvent qu'en moyenne, les actionnaires réagissent favorablement à l'adoption d'ESOPs, d'autres ne mesurent pas de réaction anormale significative du marché financier.

En fait, les rentabilités anormales moyennes mesurées à l'annonce de l'adoption des ESOPs sont fonction du contexte de l'opération. Il est trouvé qu'elles sont significativement positives lorsque l'ESOP est créé : 1) dans le cadre d'un *leverage buy-out* ; 2) en contrepartie d'une réduction future des salaires ; ou 3) afin de mettre en place un mécanisme incitatif destiné aux salariés. Dans ces trois cas de figure, les investisseurs anticipent que l'adoption du plan ESOP favorise l'alignement des intérêts des employés sur les leurs et, finalement, que celui-ci leur sera favorable. D'ailleurs, lorsqu'ils sont initiés sans considération de contrôle (les actions ne portent pas de droit de vote), l'annonce de la création d'ESOPs entraîne des rentabilités anormales positives pour les actionnaires. L'annonce de l'adoption d'ESOPs avec droits de vote, mais faiblement capitalisés et en l'absence de tentative de prise de contrôle, produit les mêmes effets, cette réaction étant d'autant plus forte que le plan permet aux dirigeants et aux salariés de détenir plus de 15 % des votes. Le lancement d'un ESOP dans ce contexte signalerait que la firme a une probabilité importante de faire l'objet d'une tentative de prise de contrôle dans le futur.

En revanche, la réaction du marché financier apparaît généralement significativement défavorable en présence d'ESOPs anti-OPA ou défensifs. Les actionnaires jugent que les droits de vote attachés aux actions concernées sont contrôlés par les dirigeants qui, poursuivant une stratégie d'enracinement, cherchent à échapper à la discipline du marché des prises de contrôle. D'ailleurs, les firmes qu'ils gèrent affichent effectivement dans ce contexte une rentabilité économique significativement inférieure à celle des entreprises de taille comparable évoluant dans le même secteur d'activité et qui n'ont pas adopté d'ESOP⁴⁵. Plusieurs études trouvent de plus que le niveau de participation en droits de vote concédé aux ESOPs réduit fortement la probabilité d'une prise de contrôle. D'autres montrent que les ESOPs apparaissent même plus

⁴⁴. Pour ne pas alourdir le texte, nous ne citerons ici que les références n'apparaissant pas déjà dans Desbrières [1997c] et dans Trébucq [2002].

efficaces que les autres techniques anti-OPA (recapitalisations, pilules empoisonnées...). Ces résultats, qui indiquent bien que des firmes utilisent les ESOPs afin de contrer les tentatives de prise de contrôle, confirment la thèse de l'enracinement des dirigeants et l'affiliation des salariés à ces derniers. Toutefois, cette pratique n'apparaît pas systématiquement défavorable aux actionnaires externes qui obtiennent, lors d'OPA contestées (par le conseil d'administration ou par d'autres acquéreurs), un prix d'offre plus élevé que lorsque les prises de contrôle s'effectuent sur des firmes n'ayant pas adopté d'ESOP. Ce résultat, conforme à la thèse de Stulz [1988], explique que quelques études n'aient pas mesuré de réaction significative du marché à l'annonce des ESOPs défensifs.

La perception que se font les investisseurs des ESOPs est aussi fonction du taux de participation initial des dirigeants, le recours à ceux-ci pouvant s'inscrire dans la recherche d'un accroissement de leur capacité de résistance aux tentatives de prise de contrôle au service d'une stratégie d'enracinement. Conformément au modèle théorique de Stulz [1988], la réaction du marché financier à l'annonce de l'adoption d'ESOPs n'est pas une fonction linéaire du taux de participation initial des dirigeants et des cadres. Selon les modèles testés, la rentabilité anormale moyenne apparaît en effet :

- faiblement positive lorsque cette participation initiale est inférieure à 10 % (résultat en faveur de l'alignement des intérêts entre actionnaires, dirigeants et employés) ;
- systématiquement et significativement positive, lorsque cette participation initiale est comprise entre 10 % et 20 % (résultat en faveur de l'alignement des intérêts entre actionnaires, dirigeants et salariés) ;
- faiblement négative lorsque cette participation initiale est supérieure à 40 %. Ce résultat peut être interprété comme soutenant la thèse de l'enracinement des dirigeants, auxquels les salariés seraient affiliés, contre les intérêts des actionnaires. Il peut aussi refléter la crainte d'un désengagement des dirigeants et des cadres qui profiteraient de la mise en place de l'ESOP pour céder une partie de leurs actions tout en gardant sensiblement le même niveau de contrôle sur la firme (les droits de vote des actions détenus par le *trust* étant alors contrôlés par le dirigeant). Les actionnaires externes craignent dans ce contexte d'avoir à subir des divergences d'intérêts avec leurs mandataires.

⁴⁵. Les auteurs montrent aussi que le marché tient compte des conditions dans lesquelles l'ESOP acquiert les actions de la firme (achat de titres existants sur le marché (dans le cadre d'une OPA ou non) ou à un

Comme en synthèse de ces deux dernières séries de travaux, il semble que la variable véritablement prise en compte par le marché soit en fait l'accroissement du nombre de droits de vote contrôlés par les dirigeants relativement à leur participation initiale. En effet, deux études montrent, premièrement, que les rentabilités anormales mesurées à l'annonce de l'adoption des ESOPs sont liées négativement à l'accroissement du taux de participation des dirigeants lorsque l'entreprise est la cible d'une prise de contrôle et, deuxièmement, que cette réaction négative du marché n'est significative que dans le cas où l'ESOP permet aux dirigeants et employés d'exercer, selon le cas, plus de 10 % ou de 15 % des votes, alors qu'ils en détenaient moins de 10 % avant l'opération. Elle apparaît aussi d'autant plus forte que l'annonce de la création de l'ESOP se fait concomitamment avec celle de l'utilisation d'autres techniques anti-OPA.

La réaction du marché financier à l'annonce de l'adoption d'ESOPs est aussi conditionnée par l'existence d'investisseurs institutionnels ou de détenteurs de blocs de contrôle externes qui assureraient après l'opération une bonne gouvernance des dirigeants. Une première étude montre en effet que les rentabilités anormales alors mesurées sont liées positivement au taux de participation en capital des investisseurs institutionnels. Une autre trouve que si les firmes améliorent en moyenne significativement leurs performances⁴⁶ (relativement à celles de leur secteur d'activité) dans les trois années qui suivent la mise en place de l'ESOP, ce phénomène apparaît imputable uniquement aux entreprises comptant des détenteurs de blocs de contrôle⁴⁷ parmi leurs actionnaires externes. La relation entre la performance de la firme et le taux de participation en capital décerné à l'ESOP n'apparaît même positive que lorsque ces actionnaires contrôlant détiennent une participation supérieur au seuil de 18,6 %.

Les études empiriques dont nous venons de présenter les résultats couvrent très partiellement la problématique exposée en première partie et n'apportent que des réponses fragmentaires aux multiples questions issue de l'analyse théorique au sujet des incidences de l'actionnariat des salariés sur la gouvernance des firmes. Le besoin de poursuivre des recherches dans cette direction est donc criant. De plus, sauf exception⁴⁸, les travaux sur les ESOPs se sont essentiellement développés sur la base de modèles explicatifs des rentabilités observées en excès

actionnaire identifié ; acquisition de titres émis par la firme ; endettement ou non du trust...).

⁴⁶. Les mesures de performance retenues par les auteurs sont le ratio valeur de marché/valeur comptable, le Q de Tobin et la rentabilité des actifs économiques.

⁴⁷. Dans cette étude : investisseurs détenant au moins 5 % des actions sans être dirigeants de la firme.

⁴⁸. Pugh et alii [1999] ont étudié la politique financière des firmes ayant mis en place un ESOP selon qu'elles sont ou non menacées par une OPA

du marché lors de l'annonce des différentes opérations. Il est cependant souhaitable de s'intéresser, par delà les perceptions des investisseurs, à leurs véritables acteurs. En ce sens, l'analyse et la prise en compte des motivations et du comportement spécifiques des dirigeants, des salariés-actionnaires et des salariés-administrateurs est donc inévitable, tant au niveau des assemblées générales d'actionnaires qu'à celui du conseil d'administration ou de surveillance de la firme. Il est aussi certainement utile d'intégrer le jeu de groupes de pressions, comme les syndicats et les associations d'actionnaires. Notons l'émergence de travaux qui vont dans ce sens, à l'instar de Pendleton et alii [1995] qui tentent d'élaborer une typologie d'utilisation des plans d'actionnariat de manière à identifier celles qui sont susceptibles de conduire à une véritable évolution du système de gouvernance de la firme (comme c'est le cas dans les plans mis en place lors de MBOs).

Conclusion

Bien qu'au cœur d'enjeux politiques et institutionnels, l'actionnariat des salariés est plus que jamais un outil de management dans la compétition économique. Ce chapitre montre qu'à des degrés divers, il contribue à la stabilité de la coalition en place ou, en d'autres termes, au développement d'une coopération entre les parties prenantes des entreprises (actionnaires, dirigeants, cadres, employés...).

Il favorise en effet, parmi d'autres facteurs avec lesquels il interagit, la réduction du *turnover* et l'accroissement des performances individuelles et collectives, et constitue à ce titre un des modes privilégiés de régulation des conflits d'intérêts existant dans les firmes caractérisées par une forte séparation des fonctions de décision et de mise en oeuvre.

De plus, compte tenu des droits et du pouvoir qu'elles leur confèrent, les différentes formules d'actionnariat constituent pour les salariés un mode de sauvegarde de leurs intérêts. Elles leur permettent aussi de participer activement au système de gouvernance de l'entreprise qui les emploie, en faisant notamment profiter aux actionnaires externes (en assemblée générale d'actionnaires ou au conseil) des informations spécifiques qu'ils détiennent concernant la gestion de la firme et en participant au contrôle de celle-ci. Toutefois, la nature et l'efficacité des arbitrages et du contrôle exercés par les salariés-actionnaires sont fortement conditionnées par leur statut (pour ceux qui sont administrateurs), leur degré d'indépendance vis à vis de leur hiérarchie et par leur niveau d'investissement en capital humain et financier spécifique à la firme.

Références

D'Arcimoles C-H et Trébucq S., 2002, "The effects of ESOPs on Performance and Risk: Evidence from France", *11th Conference of the International Association for the Economics of Participation*.

Aoki M., 1984, *The Cooperative Game Theory of the Firm*, London, Oxford University Press.

Baker G., Jensen M. et Murphy K., 1988, "Compensation and Incentives: Practices vs. Theory", *Journal of Finance*, 43, p. 593-616.

Beatty A., 1995, "The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans", *Journal of Financial Economics*, 38, p. 211-240.

Ben-Ner A., Burns W.A., Dow G., Putterman L., 2000, "Employee Ownership: An Empirical Exploration", in Blair M. et Kochan T. (eds), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brooking Institution Press, Washington D.C., p. 194-240.

Blair M., 1995, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brooking Institution Press, Washington D.C.

Blair M., 1999, "Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm", in Blair M. et Roe M. (eds), *Employees & Corporate Governance*, Brooking Institution Press, Washington D.C., p. 58-90.

Blair M., Kruse D. et Blasi J., 2000, "Employee Ownership: An Unstable Form or a Stabilizing Force", in Blair M. et Kochan T. (eds), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brooking Institution Press, Washington D.C., p. 241-298.

Blair M. et Roe M. (eds), 1999, *Employees & Corporate Governance*, Brooking Institution Press, Washington D.C.

Blair M. et Kochan T. (eds), 2000, *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brooking Institution Press, Washington D.C.

Breton A. et Wintrobe R., 1982, *The logic of bureaucratic conduct*, Cambridge University Press.

Charreaux G., 2000, "La théorie positive de l'agence : positionnement et apports", *Revue d'Economie Industrielle*, 92, p. 193-214.

- Charreaux G., 1999, "La théorie positive de l'agence : lecture et relectures", In : *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, coordonné par Gérard Koenig, Paris, Economica, p. 61-141.
- Coff R., 1997, "Human assets and management dilemmas: coping with hazards on the road to resource-based theory", *Academy of Management Review*, 22, p. 374-402.
- Cornell B. et Shapiro A., 1987, "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, printemps, 16, p. 5-14.
- Degeorge F., Jenter D., Moel A. et Tufano P., 2000, "Selling Company Shares to Reluctant Employees: France Telecom's experience", NBER Working Paper 7683.
- Desbrières P., 1997a, "Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise", In : *Le gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux (ed.), Paris, Economica, 1997, p. 303-327.
- Desbrières P., 1997b, "La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise", In : *Le gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux (ed.), Paris, Economica, 1997, p. 361-395.
- Desbrières P., 1997c, "Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise", In : *Le gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux (ed.), Paris, Economica, 1997, p. 397-417.
- Desbrières P., 1995, *Ingénierie financière*, Paris, Litec.
- Dondi J., 1992, "Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises", Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Bordeaux 1.
- Easterbrook F. et Fischel D., 1983, "Voting in corporate law", *Journal of Law and Economics*, 26, p. 395-428.
- Fama E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.
- Fama E. et Jensen M., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, p. 301-326.
- Fitzroy F. et Kraft K., 1987, "Cooperation, productivity and profit sharing", *Quarterly Journal of Economics*, 102, p. 23-35.

- Gordon J., 1999, "Employee Stock Ownership in Economic Transitions: The Case of United and the Airline Industry", in Blair M. et Roe M. (eds), *Employees & Corporate Governance*, Brooking Institution Press, Washington D.C., p. 317-354.
- Gupta A.K. et Govindarajan V., 1986, "Resource Sharing among SBUs: Strategic Antecedents and Administrative Implications", *Academy of Management Journal*, 29, p. 695-714.
- Hill C., Hitt M., Hoskisson R., 1992, "Cooperative Versus Competitive Structures in Related and Unrelated Diversified Firms", *Organization Science*, 3, p. 501-521.
- Furubotn E., 1988, "Codetermination and the modern theory of the firm : a property-rights analysis", *Journal of Business*, 61, p. 165-181.
- Jensen M. et Meckling W., 1992, "Specific and general knowledge, and organizational structure", in : Werin L. et Wijkander H. (ed.), *Contract Economics*, p. 251-291.
- Klein B., Crawford R. et Alchian A., 1978, "Vertical integration, appropriate rents, and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, 21, p. 256-285.
- Lambert A., Larcker D. et Verrecchia R., 1991, "Portfolio considerations in valuing executive compensation ?", *Journal of Accounting Research*, 29, p. 129-149.
- Liebeskind J.P., 2000, "Ownership, Incentives, and control in New Biotechnology Firms", in Blair M. et Kochan T. (eds), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brooking Institution Press, Washington D.C., p. 299-333.
- Marens P., Wicks A. et Huber V., (1999) "Cooperating With Disempowered: Using ESOPs to Forge a Stakeholder Relationship by Anchoring Employee Trust in Workplace Participation Programs", *Business & Society*, 38, p. 51-82.
- Milgrom P. et Roberts J., 1992, *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- Pendleton A., McDonald J., Robinson A. et Wilson N., 1995, "The Impact of Employee Share Ownership Plans on Employee Participation and Industrial Democracy", *Human Resource Management Journal*, 5, p. 44-60.
- Pendleton A. et Wright M., 2000, "Employee share ownership in the UK", Conférence de l'ANVIE sur L'actionnariat des salariés, Paris.
- Pugh W., Jahera J. et Oswald, 1999, "ESOPs, Takeover Protection and Corporate Decision-Making", *Journal of Economics and Finance*, 23, p. 170-185.

- Rottenberg S., 1962, "Property in work", *Industrial and Labor Relations Review*, 15, p. 402-405.
- Schleifer A. et Summers L., 1988, "Breach of trust in hostile takeovers", in : Auerbach A. (ed.), *Corporate takeovers, causes and consequences*, University of Chicago Press.
- Sesil J., Kruse D. et Blasi J., 2001, "Sharing Ownership via Employee Stock Ownership", *United Nations University Discussion paper*, n° 2001/25.
- Shleifer A. et Vishny R., 1989, "Managerial entrenchment : the case of managerial specific investments", *Journal of Financial Economics*, 25, p. 123-139.
- Scholes M. et Wolfson M., 1990, "Employee stock ownership plans and corporate restructuring : myths and realities", *Financial Management*, 19, p. 12-28.
- Smith S., 1991, "On the economic rationale for codetermination law", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 16, p. 261-281.
- Stulz R., 1988, "Managerial control of voting rights, financing policies, and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, p. 25-54.
- Stiglitz J. et Edlin A., 1992, "Discouraging rivals, managerial rent seeking and economic insufficiencies", *NBER working paper series*, n° 4145.
- Trébucq S., 2002, 'L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur ? ', *Finance Contrôle Stratégie*, à paraître.
- Trébucq S., 2001, "Etat de l'actionnariat salarié en France au 31 décembre 2000 : premiers résultats statistiques", *Cahier de Recherche, IAE, Université Montesquieu Bordeaux IV*.
- Vaughan-Whitehead D., 1992, *Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise*, Paris, Economica.
- Williamson, O., 1985, *The economic institutions of capitalism*, New York, The Free Press.