

Les augmentations de capital réservées aux salariés en France

Employee Equity Issue: Evidence from France

Djaoudath ALIDOU

Doctorante

Université de Bourgogne

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1110603

Version – juin 2011

Résumé : Cet article se propose de vérifier, du point de vue de la théorie positive de l'agence, si la décision des entreprises de recourir à une augmentation de capital réservée aux salariés est influencée par la prise en compte par les dirigeants des intérêts des actionnaires et de la politique de l'Etat. A partir d'un échantillon de 110 sociétés non financières appartenant au SBF 250 de 1998 à 2007, les résultats issus des régressions sur des données de panel permettent de confirmer en partie les prédictions de la théorie positive de l'agence. La décision des entreprises de recourir à une augmentation de capital réservée aux salariés apparaît plutôt influencée par le cadre légal défini par l'Etat pour la mise en place de cette opération. Les résultats montrent que les intérêts des actionnaires ont une relative influence sur la décision des entreprises d'ouvrir le capital aux salariés. Les résultats ne permettent pas de confirmer que cette opération constitue une source alternative de financement pour les entreprises fortement endettées. A l'instar de plusieurs études antérieures, les résultats ne permettent pas non plus d'établir une relation entre la performance de l'entreprise et la décision de recourir à une augmentation de capital réservée aux salariés.

Mots clés : augmentation de capital réservée aux salariés, performance, système de gouvernance, intérêts des actionnaires, politique de l'Etat.

Abstract : The objective of this article is to verify, from the positive agency theory perspective, whether the fact that executives take into account shareholders' interests and the State policy affects companies' decision to issue shares reserved to employees. Using a sample of 110 non financial French companies belonging to the SBF250 index covering the period 1998 to 2007, the results partially confirm the predictions of the positive agency theory. We find that the adoption of employee equity issue seems rather influenced by the regulations governing the issuance of these shares. Our empirical results show some support for the effect of shareholders' interests on the decision to issue shares reserved to employees. However, there is no evidence that supports the use of employee equity issue as an alternative source of financing for highly-leveraged companies. Consistent with previous studies, we also find no evidence that supports the relation between companies' performance and the decision to issue shares reserved to employees.

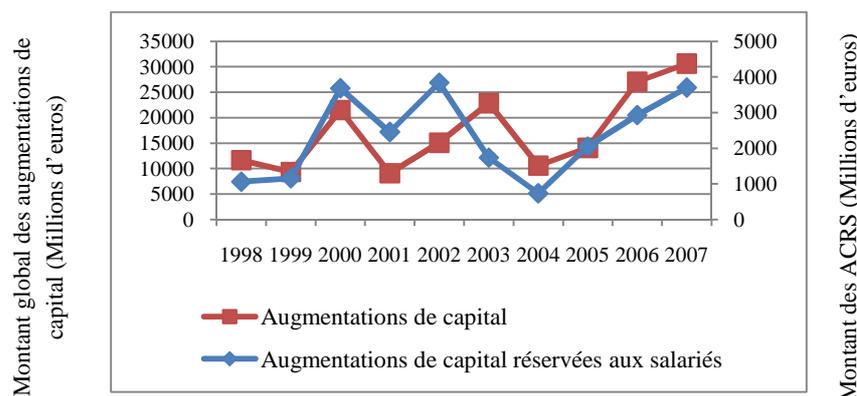
Key words: employee equity issue, corporate governance, shareholders' interests, State policy.

JEL Classification: G32; G34

Contact : Djaoudath ALIDOU, Groupe ESC Troyes, Campus Brossolette, 217, Avenue Pierre Brossolette, BP 710, 10002 Troyes Cedex, France ; Tel. +33 (0)3 25 71 22 53 ; Fax : +33 (0)3 25 49 22 17 ; Email : djaoudath.alidou@groupe-esc-troyes.com

Introduction

L'enquête sur l'actionnariat salarié parue dans la revue *Entreprise et Carrières* (2009) révèle une intensification, au cours de ces dernières années, de la contribution des salariés au financement des entreprises à travers leur participation aux augmentations de capital qui leur sont réservées (ACRS). Selon l'Autorité des Marchés Financiers (2009), une ACRS est une émission d'actions nouvelles que seuls les salariés peuvent souscrire. Si ces augmentations de capital font partie intégrante des mécanismes de développement de l'actionnariat salarié, la recherche en sciences de gestion s'est peu intéressée à ces opérations. C'est plutôt le système d'actionnariat salarié, des *stock-options* ou encore de l'épargne salariale qui a bénéficié d'un intérêt considérable. Or, les ACRS se développent de plus en plus en France. Ce développement a été permis par de nombreux dispositifs législatifs (la loi 86-793 du 2 Juillet 1986 sur les privatisations des entreprises publiques, la loi 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale et la loi 2006-1770 du 30 décembre 2006 sur le développement de la participation et de l'actionnariat salarié). Ainsi, sur la période 1998-2007, les ACRS représentent en moyenne, 14% de l'ensemble des augmentations de capital réalisées en France (**Graphique 1**). Face à ce constat, nous nous interrogeons sur les facteurs qui expliquent le recours par les entreprises à ce mode de financement.



Graphique 1 : ACRS et augmentations de capital sur le marché boursier en France entre 1998 et 2007

Evolution du montant des ACRS et des augmentations de capital de 1998 à 2007 à partir des données de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et d'Euronext.

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont cherché à expliquer le développement des opérations d'actionnariat salarié principalement sous l'angle de la théorie positive de l'agence. Ces opérations sont alors analysées comme un mécanisme d'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires. Deux principales voies de recherche ont été explorées. Il s'agit de la relation entre, d'une part, les opérations d'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise, d'autre part, les opérations d'actionnariat salarié et le système de gouvernance de l'entreprise (Hollandts et Guedri, 2008 ; Benartzi et al., 2007 ; Faleye, 2006 ; Trébucq, 2004 ; Desbrières, 2002, Blair, 1995). Même si aucune des études ne permet de conclure à un impact négatif des opérations d'actionnariat salarié, les résultats sont contradictoires et ne permettent pas de conclure de façon tranchée sur la relation avec la performance ou le système de gouvernance des entreprises (Trébucq, 2004 ; Desbrières, 2002 ; Sesil et al., 2001).

Face à cette divergence des résultats et au faible intérêt accordé aux ACRS par les recherches antérieures, cette étude se propose de tenir compte des contraintes émanant d'un acteur externe à l'entreprise dont l'influence est prégnante dans la réalisation des ACRS : l'Etat. En effet, si les ACRS se développent c'est essentiellement par une série de mesures fiscales et sociales introduites et institutionnellement garanties par l'Etat. Ces mesures, fortement incitatives, visent à encourager les entreprises à ouvrir leur capital au personnel et les salariés à orienter et accroître leur investissement en actions de leur employeur.

La question centrale à laquelle cet article tente de répondre est la suivante : *la prise en compte par les dirigeants des intérêts des actionnaires mais aussi de la politique de l'Etat, n'influence-t-elle pas la décision des entreprises de recourir à une ACRS ?* L'objectif visé est d'identifier les facteurs qui expliquent la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Les résultats obtenus permettent de confirmer l'influence sur la décision des entreprises de la politique définie par l'Etat pour la mise en place des ACRS. Les intérêts des actionnaires ont une relative influence sur la mise en place des ACRS. Les résultats ne permettent pas d'établir une relation significative entre la performance, les opportunités d'investissement et la décision de recourir à une ACRS. De plus, cette augmentation de capital ne constitue pas une source alternative de financement pour les entreprises fortement endettées. Par contre, les entreprises caractérisées par une relative concentration de l'actionnariat sont moins susceptibles d'utiliser l'ACRS en tant que mécanisme de défense contre d'éventuelles prises de contrôle hostiles. L'étude confirme ainsi en partie les prédictions de la théorie positive de l'agence.

L'article est organisé autour de trois sections. La première section (1.) présente une revue de littérature des facteurs expliquant le recours des entreprises à une ACRS et pose le cadre d'analyse ainsi que les hypothèses de recherche. Une deuxième section (2.) présente la méthodologie (l'échantillon, la période d'analyse, les mesures des variables et la méthode d'estimation). Enfin, les statistiques descriptives et les résultats de l'étude font l'objet d'une dernière section (3.)

1. Cadre d'analyse

Notre étude a pour objectif d'expliquer la décision des entreprises de mettre en place une ACRS. Pour atteindre cet objectif, nous débutons par une revue de la littérature (1.1.). Cette synthèse des travaux antérieurs permet de poser le cadre d'analyse conduisant à la formulation des hypothèses testables dans l'analyse empirique (1.2.).

1.1.Facteurs expliquant le recours à une opération d'actionnariat salarié

Pour la théorie positive de l'agence, les opérations réservées aux salariés représentent un mécanisme d'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. Ce qui permet de réduire les coûts d'agence¹. Deux principales voies de recherche ont été explorées dans la

¹ Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engage une autre personne (agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui

littérature. Dans un premier temps, c'est la relation entre les opérations d'actionnariat salarié et la performance qui est étudiée (1.1.1.). Dans un second temps, c'est la relation avec le système de gouvernance qui est analysée (1.1.2.).

1.1.1. Impact des opérations d'actionnariat salarié sur la performance des entreprises

La participation des salariés au capital de leur entreprise est supposée influencer les comportements et les attitudes des salariés à travers l'accroissement de leur motivation et de leur satisfaction au travail. Ceci devrait conduire à l'amélioration de la performance des entreprises (Caramelli et Briole, 2007 ; Kaarsemaker, 2006 ; Poulain-Rehm, 2004 ; Rousseau et Shperling, 2003 ; Gamble et al., 2002 ; Pendleton et al., 1998 ; Blasi et al., 1996 ; Ben-Ner et Jones, 1995 ; Klein, 1987). En maximisant la richesse des actionnaires, les salariés actionnaires devraient aussi maximiser la leur. La performance de l'entreprise se trouve améliorée et les conflits d'intérêts à l'origine des coûts d'agence sont minimisés (Desbrières, 2002 ; Gamble, 2000). Dans le cadre d'une méta-analyse des travaux sur l'actionnariat salarié, Sesil et al. (2001) concluent qu'il existe une relation positive et significative entre l'actionnariat salarié et la performance. Hillegeist et Peñalva (2004), Pugh et al. (2005) soutiennent également cette hypothèse d'incitation des salariés à l'amélioration de la performance de leur entreprise. Toutefois, au-delà de cette simple recherche d'efficacité et en intégrant des considérations ayant trait à la gestion des ressources humaines, Core et Guay (2001), Frye (2004) puis Oyer et Shaefer (2005) montrent que ces opérations constituent aussi un moyen pour les entreprises de retenir et d'attirer les salariés détenant les compétences-clés, source de création de valeur.

Dans un contexte français, Vaughan-Whitehead (1992) montre sur la base d'une étude portant sur une centaine d'entreprises françaises de 1983 à 1985, que l'actionnariat salarié a un effet positif significatif sur la productivité et donc sur la performance. Pour l'auteur, cet effet est accentué quand la participation des salariés aux décisions est plus active. Dondi (1992) conforte en partie cette influence positive de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises. Il met en évidence que la performance des entreprises tend à croître jusqu'au seuil de 10% de part de capital détenue par les salariés mais au-dessus des 10%, celle-ci a tendance à décroître. D'Arcimoles et Trébucq (2003) trouvent que les entreprises à actionnariat salarié présentent une performance supérieure par rapport à celles n'ayant pas adopté ce mécanisme. Contrairement à Dondi (1992), les auteurs rejettent l'hypothèse de l'existence d'un seuil optimal de détention d'actions par les salariés actionnaires. Sur un échantillon de 701 firmes françaises cotées en 2000, Trébucq (2004) confirme les prédictions de la théorie positive de l'agence. Il montre que l'actionnariat salarié apparaît être un mécanisme d'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires et permettrait d'améliorer la performance des entreprises. Plus récemment, Hollandts et Guedri (2008)

implique une délégation de pouvoir décisionnel à l'agent. Les coûts d'agence comprennent les coûts de surveillance supportés par le principal, les coûts de dédouanement supportés par l'agent et la perte résiduelle due à la résolution imparfaite des conflits d'intérêts.

analysent, d'une part, l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises, d'autre part, l'effet combiné de la représentation des salariés au conseil d'administration ou de surveillance et de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises. Les résultats de l'étude permettent aux auteurs de conclure à un impact fortement positif de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises mais cet impact est atténué par la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance.

En revanche, Blasi et al. (1996), Trébucq (2002), Ittner et al. (2003), Poulain-Rehm (2007) et Brown et al. (2006) montrent l'absence de lien potentiel entre les opérations d'actionnariat salarié et la performance des entreprises. En effet, l'émission d'actions réservées aux salariés ne présente pas que des avantages. La participation des salariés au capital de leur entreprise peut générer des effets contre-productifs dont **1)** une démotivation des salariés actionnaires lorsque la valeur des actions de l'entreprise connaît une baisse car ils peuvent à la fois perdre leur emploi et leur épargne ou **2)** un comportement de passager clandestin conduisant certains salariés à profiter de l'effort fourni par les autres salariés. Enfin, **3)** les actionnaires déjà en place peuvent s'opposer à la mise en place de ces opérations qui créent non seulement une dilution de la part de capital qu'ils détiennent (richesse) mais aussi une dilution de leurs droits de vote (contrôle).

1.1.2. Impact des opérations d'actionnariat salarié sur le système de gouvernance des entreprises.

Ce sont les lois n°2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale et n°2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié qui introduisent une obligation pour les sociétés cotées de nommer ou de faire élire un ou plusieurs administrateurs représentant les actionnaires salariés lorsque le seuil détenu par ces derniers atteint 3% du capital de leur entreprise. Dans la littérature, les salariés actionnaires, de par leur connaissance de l'entreprise, sont souvent considérés comme étant les mieux placés pour assurer un contrôle efficace des actions managériales (French, 1987 ; Desbrières, 2002). La participation institutionnelle devrait accroître la motivation puis l'implication organisationnelle des salariés, les conduisant à assurer un contrôle efficace pour la protection de leur investissement. Une forme de surveillance mutuelle entre les salariés de même niveau hiérarchique puis entre salariés de niveau hiérarchique différent devrait se mettre en place. L'efficacité du système de contrôle existant au sein de l'entreprise se trouve ainsi renforcé (Hannes, 2007). A cet effet, les droits de contrôle accordés aux salariés constituent un moyen pour les actionnaires de déléguer une partie du contrôle des actions des autres salariés et essentiellement des dirigeants aux salariés actionnaires.

Cependant, la part de capital généralement détenue par les salariés actionnaires fait d'eux des actionnaires minoritaires. En conséquence, Girard (2001) précise que les salariés actionnaires ont intérêt à s'associer avec les autres actionnaires de façon à avoir une influence dissuasive sur les décisions prises. Selon Fama (1980) et Furubotn (1988), la présence au sein du conseil d'administration de l'ensemble des facteurs de production dont la productivité marginale est affectée par les décisions de l'entreprise est justifiée. L'intensité du contrôle

exercé par les salariés sera d'autant plus importante que ces derniers développent un capital humain très spécifique à l'entreprise et disposent d'une part significative de son capital (French, 1987). Pour Aoki (1984), Williamson (1985) et Desbrières (2002), la présence des salariés au sein des instances favorise un meilleur partage de l'information avec les autres actionnaires. C'est aussi un moyen pour les salariés de faire état de leur perception de la stratégie de leur entreprise et de mieux la comprendre de façon à éviter des conflits sociaux potentiels. Ainsi, la participation institutionnelle des salariés permettrait de réduire l'asymétrie d'information qui existe entre ces derniers, les actionnaires et les dirigeants de façon à limiter les comportements opportunistes des dirigeants (Smith, 1991).

Toutefois, l'efficacité du contrôle exercé par les salariés actionnaires peut être remise en cause pour plusieurs raisons. Les salariés actionnaires peuvent parfois ne pas disposer de l'expertise nécessaire pour l'exercice de leur fonction d'administrateur. Ce qui peut faire des instances de gestion, un terrain favorable à un climat conflictuel et incertain (Desbrières, 2002). En outre, la présence d'administrateurs représentant les salariés actionnaires peut rendre plus complexe qu'elle ne l'était la prise de décision et réduire l'efficacité du système de gouvernance. Par exemple, sur des décisions portant sur des projets de restructuration tels que la suppression ou la délocalisation d'une branche d'activité, une opposition peut naître entre la logique de salarié qui souhaite maintenir les emplois et la logique de profit qui vise à préserver l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. Des conflits d'intérêt peuvent aussi naître entre les salariés actionnaires et leurs représentants au conseil. Ces derniers peuvent soutenir les actions du dirigeant au détriment des intérêts des salariés actionnaires. Il en est de même pour les gestionnaires des fonds, généralement nommés par les dirigeants. Ainsi, pour Ginglinger et al. (2009) la présence d'administrateurs représentant les salariés actionnaires n'améliore donc pas pour autant l'efficacité du système de gouvernance.

Enfin, le lien de subordination qui existe entre les salariés et les dirigeants amène à s'interroger sur le degré d'indépendance et leur capacité à assurer un contrôle efficace. L'actionnariat salarié peut être instrumentalisé par les dirigeants qui cherchent à se soustraire au contrôle en provenance des actionnaires et accroître la valeur de leur investissement spécifique au sein de l'entreprise. La participation des salariés actionnaires à la gestion de l'entreprise peut donc servir la stratégie d'enracinement² du dirigeant en l'aidant à se protéger contre d'éventuelles prises de contrôle hostiles (Rauh, 2006 ; Pagano et Volpin, 2005 ; Trébucq, 2002 ; Gamble, 2000 ; Beatty, 1995 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Chang et Mayers, 1992 ; Gordon et Pound, 1990). Sur un échantillon de 226 sociétés américaines cotées au sein desquelles les salariés actionnaires participent activement à la gouvernance, Faley et al. (2006) montrent qu'à la différence de conduire à une amélioration de la performance des entreprises, les salariés actionnaires utilisent leur participation institutionnelle pour soutenir des politiques qui éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale et qui font fortement baisser la valeur créée. Ces résultats sont corroborés

² La thèse de l'enracinement des dirigeants « suppose que les acteurs développent des stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. En procédant ainsi, ils rendent leur remplacement coûteux pour l'organisation à laquelle ils appartiennent, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir ainsi que leur espace discrétionnaire. » (Alexandre et Paquerot, 2000, p.7).

par Hollandts et Guedri (2008) sur un échantillon de 150 firmes françaises. Gharbi et Lepers (2008) valident aussi cette hypothèse d'enracinement des dirigeants par l'actionnariat salarié.

1.2.Déterminants des augmentations de capital réservées aux salariés

L'ambiguïté des résultats issus de la littérature quant au lien entre les opérations d'actionnariat salarié, la performance et le contrôle suggère de s'intéresser aux facteurs qui sont à l'origine de la mise en place des ACRS. L'influence conjuguée des intérêts des actionnaires et de la politique de l'Etat à l'égard des ACRS sur la décision des entreprises de recourir à ce mode de financement est encore méconnue. Or, la réussite de ces opérations est le résultat de **1)** la volonté de l'entreprise d'ouvrir le capital à son personnel, et de **2)** l'engagement de l'Etat à offrir un cadre légal favorable permettant la mise en place de ces opérations. Pendleton (2001) insiste sur l'importance de tenir compte des intérêts des acteurs impliqués dans les opérations d'actionnariat salarié. Ces opérations sont le résultat des objectifs, des conceptions et des intérêts des acteurs clés impliqués dans leur réalisation et il convient d'en tenir compte pour mieux comprendre ces opérations. Nous analysons alors les déterminants relatifs aux intérêts des actionnaires (**1.2.1.**) et les déterminants relatifs à la politique menée par l'Etat à l'égard de ces opérations (**1.2.2.**).

1.2.1. Déterminants relatifs aux intérêts des actionnaires

Pour les actionnaires, les ACRS constituent une source de financement stable fiscalement avantageuse qui renforce les fonds propres de l'entreprise. En effet, le lien étroit entre ces opérations et les dispositifs d'épargne salariale proposés par l'entreprise (intéressement, participation, plan épargne entreprise) permet à l'entreprise de bénéficier d'avantages fiscaux et sociaux qui rendent ce mode de financement attractif. En outre, de par le double statut des salariés actionnaires et le blocage des sommes investies pendant cinq ans au minimum³, les ACRS permettent à l'entreprise d'avoir une gestion à plus ou moins long terme des fonds qui sont mis à sa disposition (Mothié, 2008). Contrairement à une augmentation de capital classique, l'ACRS permet ainsi à l'entreprise de lever des capitaux tout en bénéficiant de nombreux avantages : **1)** une gestion plus efficace à la discrétion de l'entreprise des fonds bloqués, **2)** un signal positif envoyé aux marchés financiers car la participation financière des salariés déjà liés par un contrat de travail à l'entreprise, peut traduire la confiance de ces derniers dans la gestion de l'entreprise, **3)** une dilution moins importante du capital en raison de la faible part de capital offerte aux salariés actionnaires, **4)** une opération financière favorisant une incitation des salariés à la maximisation de la création de valeur en faisant dépendre une partie de leur patrimoine de la valeur de l'entreprise. Par conséquent, nous supposons que les entreprises qui génèrent peu de ressource interne en comparaison à ce qui est nécessaire pour leur fonctionnement, sont celles qui ouvrent leur capital aux salariés (Core et Guay, 2001 ; Ittner et al., 2003).

³ Sauf cas de déblocage anticipé (licenciement, mariage, etc.).

Hypothèse 1 (H1) : les entreprises contraintes financièrement sont celles qui décident de recourir à une ACRS.

Les ACRS constituent également un outil permettant d'accroître la motivation et l'implication des salariés afin de stimuler leurs efforts pour un accroissement de la valeur de l'entreprise (Pendleton, 2006 ; Oyer et Schaefer, 2005). Ces opérations serviraient ainsi à attirer de nouveaux salariés et à fidéliser les anciens. Ceci permettrait à l'entreprise de saisir les opportunités d'investissement, source de création de valeur. En offrant une rémunération fiscalement avantageuse et une occasion de participer à la gestion de l'entreprise, les ACRS permettraient aux entreprises caractérisées par d'importantes opportunités d'investissement, d'attirer et de retenir les salariés disposant de compétences clés nécessaires à la réalisation de ces opportunités d'investissement (Ittner et al., 2003 ; Core et Guay, 2001). En investissant en capital humain spécifique donc difficilement redéployable dans un autre emploi, la participation à une ACRS constitue un moyen de rémunérer les salariés pour le risque ainsi supporté (Blair, 1999). Ce qui les inciterait à maintenir la stabilité de la relation avec l'entreprise.

Hypothèse 2 (H2) : le niveau des opportunités d'investissement est positivement corrélé à la décision de recourir à une ACRS.

Par ailleurs, les ACRS peuvent permettre aux actionnaires de se protéger contre d'éventuelles prises de contrôle hostile et de se procurer une prime d'offre plus élevée (Rauh, 2006 ; Stulz, 1988). La plupart des études anglo-saxonnes mettent l'accent sur l'utilisation de la participation des salariés au capital comme un outil de blocage des prises de contrôle hostiles (Beatty, 1995 ; Chang et Mayers, 1992). Les salariés actionnaires courant le risque de voir leur contrat rompu en cas de succès de la prise de contrôle, renonceraient à apporter leurs actions à l'offre publique d'acquisition (OPA). L'analyse de la structure de propriété mesurée par le pourcentage de capital détenu par les différents actionnaires permet d'émettre une hypothèse quant à la probabilité pour une firme d'être la cible d'une offre publique d'acquisition. A cet effet, nous estimons que le degré de concentration de la structure de propriété, permet d'identifier la probabilité pour l'entreprise de faire l'objet d'une prise de contrôle hostile. Contrairement à un actionnariat dispersé, pour un groupe d'actionnaires détenant une part significative du capital de l'entreprise, l'incitation à investir dans le contrôle du management est plus élevée car ils s'approprieraient une part non négligeable des bénéfices qui en seront issus. La concentration de la propriété traduit donc un contrôle plus efficace du management (Agrawal et Knoeber, 1996), une faible probabilité d'être la cible d'une prise de contrôle hostile et une faible probabilité de recourir à une ACRS en tant que mécanisme de défense.

Hypothèse 3 (H3) : le niveau de concentration de l'actionnariat est négativement corrélé à la décision de recourir à une ACRS.

En outre, si l'ACRS peut constituer un moyen pour les dirigeants des sociétés trop endettées de bénéficier d'une source de capital disponible (Kruse, 1996), ce mode alternatif de financement constituerait un moyen pour les dirigeants de se soustraire du contrôle en

provenance des créanciers. Ceci favoriserait une réduction des conflits qui existent entre les actionnaires et les créanciers. En effet, selon De Romanet (2008) « *les représentants des salariés actionnaires sont présents au conseil d'administration et peuvent éviter que de trop grands risques soient pris par le management* ». Le risque que supportent les salariés actionnaires en investissant en capital humain et financier, accroît la confiance des créanciers dans la gestion de l'entreprise.

Hypothèse 4 (H4) : le niveau d'endettement est positivement corrélé à la décision des entreprises recourir à une ACRS.

Enfin, nous considérons que les ACRS sont un moyen pour l'entreprise d'associer les salariés à sa performance. Les salariés étant à l'initiative de la performance, leur accorder une partie du capital est un moyen de les inciter à accroître leurs efforts pour le maintien et l'accroissement de cette performance. Les avantages fiscaux et sociaux qui sont attachés à cette opération y contribuent fortement. Selon Desbrières (2002), cette participation des salariés au capital aurait un impact plus important sur la performance que des systèmes d'incitation collectif comme les primes. Pour Bergman et Jenter (2007), les salariés restent excessivement optimistes sur la performance passée de leur entreprise ce qui les incite à investir en actions. La performance constitue un indicateur de la situation financière de l'entreprise, de la bonne gestion de l'entreprise par les dirigeants et de la rentabilité potentielle des capitaux que les salariés sont amenés à investir. Ainsi, une entreprise ayant réalisé une bonne performance peut facilement rétribuer les salariés en leur ouvrant le capital. A l'inverse, nous supposons qu'une entreprise ayant réalisé de mauvaises performances aura des difficultés à inciter les salariés à participer à une ACRS.

Hypothèse 5 (H5) : la performance est positivement corrélée à la décision des entreprises recourir à une ACRS.

1.2.2. Déterminants relatifs à la politique de l'Etat

La décision des dirigeants de recourir à une ACRS reste contrainte par le contexte légal. Pour Pendleton et Poutsma (2004), l'Etat doit poursuivre divers objectifs en soutenant le développement des opérations d'actionnariat salarié. Alors, il convient de tenir compte de l'influence de la politique de l'Etat à l'égard des ACRS pour expliquer la décision des entreprises. Au nombre des dispositifs (lois, décrets, ...) prévus par l'Etat on retient principalement la loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001. Elle stipule que lors de toute décision d'augmentation de capital en numéraire, une assemblée générale extraordinaire doit se prononcer sur un projet de résolution tendant à réaliser une ACRS. Par conséquent, nous supposons que la mise en place par les entreprises d'une augmentation de capital classique les incite à en réserver une part à leurs salariés.

Hypothèse 6 (H6) : la mise en place d'une augmentation de capital classique est positivement corrélée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.

Cette même loi du 19 février 2001 stipule que l'assemblée générale extraordinaire doit se prononcer également tous les trois ans sur un projet de résolution tendant à mettre en place une ACRS lorsque le pourcentage de capital détenu par les salariés est inférieur à 3%. Nous estimons alors que le pourcentage de capital détenu par les salariés inciterait les entreprises à leur ouvrir le capital.

Hypothèse 7 (H7) : la part de capital détenue par les salariés influence la décision des entreprises de recourir à une ACRS.

2. Démarche méthodologique

La démarche méthodologique adoptée dans le cadre de cet article permet de présenter l'échantillon et la période d'analyse (2.1.), le choix et l'opérationnalisation des variables (2.2.) et la méthode d'estimation (2.3.).

2.1. Echantillon et période d'analyse

Le point de départ de notre recherche est constitué de l'ensemble des sociétés cotées composant l'indice SBF250 au 31 décembre 2007 soit 222 entreprises. Sur la base de cet échantillon initial, nous avons retiré les entreprises qui ne sont pas françaises, les entreprises du secteur banque finance et assurance, celles qui n'ont pas été présentes dans l'indice sur l'ensemble de la période d'étude et, enfin, celles pour lesquelles nous ne disposons pas de toutes les données sur la période d'étude. La suppression des entreprises du secteur financier se justifie par la volonté que nous avons de travailler sur un échantillon relativement homogène facilitant les comparaisons. Toutefois, nous avons maintenu dans l'échantillon, sept entreprises qui ont procédé à leur introduction en bourse au cours de la période d'étude 1998-2007 et pour lesquelles nous disposons de l'ensemble des données. Notre échantillon final d'étude comporte ainsi **110** sociétés françaises non financières appartenant au SBF250 soit 1 083 firmes-années. Les entreprises de l'échantillon ont été réparties suivant la nouvelle classification sectorielle adoptée par Euronext soit la nomenclature internationale ICB – *Industry Classification Benchmark*. Il est essentiellement composé d'entreprises industrielles (30%) – bâtiments et matériaux de constructions – suivies d'entreprises spécialisées dans les biens de consommation (20%) – automobiles et équipementiers –, des entreprises du secteur technologique (17%) et des entreprises spécialisées dans les services aux consommateurs (15%) – la distribution ou les médias. Les entreprises spécialisées dans l'industrie de la santé (7%), des matériaux de base (4%), du pétrole et du gaz (4%) et des services aux collectivités (3%) sont plus marginaux.

2.2. Choix et opérationnalisation des variables

Variable expliquée (DACRS)

La décision des entreprises de recourir à une ACRS (*DACRS*) est une variable dichotomique. Elle prend la valeur 1, s'il y a une décision de l'entreprise i en année t de recourir à une ACRS et 0, sinon. Pour construire cette variable, nous avons tenu compte de la

décision du conseil d'administration ou du directoire de recourir à une ACRS car elle est suivie d'une mise en place effective de l'opération. La variable à expliquer a été construite à partir des trois sources : les documents relatifs aux ACRS disponibles auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, les notices d'Euronext sur les opérations réalisées par les entreprises sur le marché boursier et les rapports annuels des entreprises.

Variables explicatives

- **Contraintes de financement (CF)**

Pour mesurer les contraintes de financement, nous retenons le rapport entre la capacité d'autofinancement dégagée par l'entreprise et le total de son actif. La capacité d'autofinancement, avant toute question liée à l'affectation des fonds réinvestis, est à notre avis un critère important d'évaluation de la valeur de la firme. Ce flux traduit la capacité de l'entreprise à générer une ressource interne lui permettant de financer sa stratégie, verser des dividendes et/ou rembourser des emprunts. Et ce flux interne peut être à l'origine de création de valeur s'il est réinvesti dans des projets rentables. Les données sont collectées à partir de la base de données *Datastream*.

- **Opportunités d'investissement (MTBV)**

Les travaux empiriques sur l'actionnariat salarié ont fait état de mesures très diverses en ce qui concerne les opportunités d'investissement (Frye, 2004 ; Ittner et al., 2003 ; Core et Guay, 2001) Comme Kroumova et Sesil (2006), nous retenons le ratio *market-to-book* comme mesure des opportunités d'investissement. Il s'évalue en rapportant la valeur de marché à la valeur comptable des capitaux propres. Ces données sont disponibles sur *Datastream*.

- **Structure de propriété (CONC)**

Nous avons supposé qu'une entreprise disposant d'un actionnariat concentré a une plus faible probabilité de faire l'objet d'une prise de contrôle hostile et donc de mettre en place une ACRS en tant que mécanisme défensif. Pour opérationnaliser la concentration du capital nous avons calculé un indice de concentration. Il est basé sur l'indice de *Herfindahl-Hirschmann* (IHH) utilisé pour mesurer la concentration du marché. La formule de calcul de cet indice est le suivant :

$$IHH = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

S_i est le pourcentage de capital détenu par un actionnaire et n est le nombre d'actionnaires. L'IHH varie entre $1/n$ et 1 et l'actionnariat est considéré comme concentré quand on se rapproche de 1 . Les données sur la composition de l'actionnariat ont pu être collectées grâce à la base de données *Dafsalien*s complétée par les informations disponibles dans les rapports annuels des entreprises.

- **Contrôle des créanciers (ENDETT)**

Le contrôle des créanciers est opérationnalisé par le ratio d'endettement net. Il s'agit du rapport entre l'endettement financier net et les capitaux propres. L'endettement financier net correspond à la somme des dettes financières à court et à long terme moins la trésorerie (disponibilités et valeurs mobilières de placement). Les données ont été collectées à partir de la base de données *Datastream*.

- **Performance (ROE)**

A l'instar de Pugh et al. (2000), la mesure retenue pour la performance est le taux de rentabilité des capitaux propres –*Return on Equity (ROE)*. Il s'agit du rapport entre le résultat net après impôt et les capitaux propres. Ce taux mesure la rentabilité pour les actionnaires. Les données sont collectées à partir de la base de données *Datastream*.

- **Mise en place d'une augmentation de capital (AUGM)**

En référence à la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, nous avons supposé que les entreprises mettant en place une augmentation de capital classique devraient par la même occasion décider, de réserver une partie des actions à leurs salariés. Cette variable est mesurée par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la décision de mettre en place une ACRS coïncide avec la mise en place d'une augmentation de capital classique, comme spécifié dans les textes de la dite loi. Dans le cas contraire, la variable prend la valeur 0. Les données ont pu être collectées grâce aux notices d'*Euronext* sur les opérations des entreprises et les rapports annuels.

- **Part de capital détenue par les salariés (ACTSAL)**

Le pourcentage de capital détenu par les salariés a pu être collecté à partir de la base de données *Dafsalien*s complétée par les informations figurant dans les rapports annuels.

Déterminants	Hypothèses	Mesures
Contraintes de financement (CF)	(H1) : les entreprises contraintes financièrement sont celles qui décident de recourir à une ACRS.	$\frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Total actif}}$
Opportunités d'investissement (MTBV)	(H2) : le niveau des opportunités d'investissement est positivement corrélé à la décision de recourir à une ACRS.	$\text{MTBV} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$
Structure de propriété (CONC)	(H3) : le niveau de concentration de l'actionariat est négativement corrélé à la décision de recourir à une ACRS.	Indice <i>Herfindahl-Hirschmann</i> (IHH) $\text{IHH} = \sum_{i=1}^n s_i^2$ où n est le nombre d'actionnaires et s la part de capital détenue par chaque actionnaire.
Contrôle des Créanciers (ENDETT)	(H4) : le niveau d'endettement est positivement corrélé à la décision des entreprises recourir à une ACRS.	$\text{ENDETT} = \frac{\text{Endettement financier net}}{\text{Capitaux propres}}$
Performance (ROE)	(H5) : La performance est positivement corrélée à la décision des entreprises recourir à une ACRS.	$\frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$
Mise en place d'une augmentation de capital classique (AUGM)	(H6) : la mise en place d'une augmentation de capital classique est positivement corrélée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	Variable binaire prenant la valeur 1 si la décision de recourir à une ACRS est prise simultanément avec la mise en place d'une augmentation de capital classique et 0 sinon.
Part de capital détenue par les salariés (ACTSAL)	(H7) : la part de capital détenue par les salariés est corrélée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	Pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires.

Tableau 1 : Récapitulatif des hypothèses et des mesures des variables explicatives.

2.3.Méthode d'estimation

Pour tester les relations entre la décision des entreprises de recourir à une ACRS et les variables explicatives ci-dessus abordées, nous avons recours à l'économétrie des données de panel. Afin d'avoir une meilleure représentation de la dynamique des comportements des entreprises et de tenir compte de leur éventuelle hétérogénéité, les données de panel, de par leur double dimension individuelle (les individus diffèrent les uns des autres) et temporelle (la situation de chaque individu varie d'une période à l'autre) se révèlent plus adaptées (Cameron et Trivedi, 2009 ; Kohler et Kreuter, 2009). Nous avons travaillé sur un panel non cylindré et le logiciel *Stata 11* a été utilisé. La variable (décision de recourir à une ACRS – *DACRS*) que nous tentons d'expliquer est une variable de nature qualitative et dichotomique codée 0 et 1. Nous modélisons alors la probabilité de survenance de cette décision et nous utilisons un modèle *logit*. Nous avons procédé à des estimations en utilisant la méthode du *cluster-robust-standard errors*. Selon Petersen (2009), les études en finance utilisent de plus en plus des données de panel. Or sur ce type de données, les résidus peuvent être corrélés transversalement ou à travers le temps ce qui peut biaiser l'écart-type des estimations. Nous avons donc utilisé la méthode du *cluster-robust-standard errors* (Petersen, 2009). Ceci revient à estimer que les erreurs d'une même firme peuvent être corrélées mais pas forcément les données d'une firme à une autre. Nous avons créé une nouvelle variable *Entreprise* qui est la variable *cluster* permettant de donner la valeur 1 pour toutes les observations de la firme 1, la

valeur 2 à toutes les observations de la firme 2, etc. Concrètement, nous estimons le modèle économétrique suivant :

$$DACRS_{it} = \alpha + \beta_{it}CF + \beta_{it}MTBV + \beta_{it}CONC + \beta_{it}ENDETT + \beta_{it}ROE + \beta_{it}AUGM + \beta_{it}ACTSAL + \varepsilon_{it}$$

Avec CF pour les contraintes de financement, MTBV pour les opportunités d'investissement, CONC pour le niveau de concentration de la structure de propriété, ENDETT pour l'endettement financier, ROE pour la performance, AUGM pour la mise en place simultanée d'une augmentation de capital classique et d'une ACRS, ACTSAL pour le pourcentage de capital détenu par les salariés et ε pour le terme d'erreur.

3. Statistiques descriptives et résultats

Cette section reprend les statistiques descriptives de la variable expliquée et des variables explicatives ainsi que la matrice de corrélation (3.1.). Elle présente également les résultats issus de nos différentes estimations.

3.1. Statistiques descriptives et Matrice de corrélation

Variable expliquée

Le tableau 2 fait apparaître trois estimateurs : *overall*, *between* et *within*. L'*overall* porte sur l'ensemble de l'échantillon et présente les résultats en termes de firmes-années (observations). Notre échantillon est composé de 1 083 firmes-années parmi lesquelles uniquement 16% décident de mettre en place une ACRS. Le nombre d'entreprises ayant eu recours au moins une fois à une ACRS est donné par l'estimateur *between*. Cet estimateur nous permet de constater que sur les 110 entreprises de notre échantillon, 49 entreprises (44%) au moins une fois eu recours à une ACRS durant la période d'étude. Ce constat est de nouveau confirmé par l'estimateur *within*. Cet estimateur révèle que 36% des entreprises qui ont décidé de recourir à une ACRS ont maintenu leur décision sur toute la période d'étude. 88% des entreprises qui ont décidé de ne pas recourir à une ACRS ont aussi maintenu leur décision sur les toutes les années d'observation. Le pourcentage total de l'estimateur *within* est une mesure de la stabilité des valeurs que prend la variable dépendante (*DACRS*). Dans l'ensemble, la majorité des entreprises semblent plutôt ne pas mettre en place une ACRS. La décision de ne pas recourir à cette opération financière apparaît plus fréquente.

DACRS	<i>Overall</i>		<i>Between</i>		<i>Within</i>
	Fréquence	Pourcentage	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage
0	910	84.03	105	95.45	87.85
1	173	15.97	49	44.55	36.24
Total	1083	100	154	140.00	71.43

(n=110)

Tableau 2 : Décision des entreprises de recourir à une ACRS (DACRS). *DACRS* est la variable expliquée qui prend la valeur 1 en cas de décision et 0 sinon.

Variables explicatives

Les tableaux 3 à 4 présentent les statistiques descriptives relatives aux variables explicatives. Dans le tableau 3, toutes les variables, à l'exception du pourcentage d'actionnariat salarié (*ACTSAL*), connaissent une variation temporelle (*within*) plus importante que la variation inter-firmes (*between*). Les sociétés étudiées ont en moyenne un ratio associé à la capacité d'autofinancement (*CF*) égal à 0,08 et sont fortement endettées. Le ratio d'endettement net moyen approxime les 85%. Les entreprises présentent un niveau moyen de 2,93 pour les opportunités d'investissement (*OPINV*) avec une valeur minimum de -10,05 et un maximum de 32,63. Elles sont également caractérisées par un actionnariat relativement concentré. Conformément à l'hypothèse *H3* qui suppose une relation négative entre la décision des entreprises de recourir à une ACRS et le niveau de concentration de l'actionnariat, on devrait s'attendre à ce que la majorité des entreprises de notre échantillon fassent moins l'objet d'une prise de contrôle hostile et recourent moins à une ACRS. Ceci pourrait expliquer ce plus faible pourcentage des entreprises qui ont eu recours au moins une fois à une ACRS par rapport à celles qui n'y ont pas eu recours (*tableau 2*). En outre, la part de capital détenue par les salariés des entreprises de l'échantillon, avoisine en moyenne 2% avec un minimum de 0 et un maximum de 25,7%. Par ailleurs, 59% des entreprises ayant mis au moins une fois en place une ACRS, ont réalisé cette opération parallèlement à une augmentation de capital classique. Ce qui semble traduire le respect par les entreprises des dispositions légales prévues par l'Etat dans le cadre de la mise en place des ACRS.

Variables		Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum	Observations
CF	<i>Overall</i>	.0829083	.0641091	-.6204903	.4503486	N = 1083
	<i>Between</i>		.0434493	-.035961	.1880005	n = 110
	<i>Within</i>		.0477091	-.5371468	.5465149	
MTBV	<i>Overall</i>	2.925325	3.092002	-10.05	32.63	N = 1083
	<i>Between</i>		1.955299	.609	10.5489	n = 110
	<i>Within</i>		2.394049	-12.36268	29.16933	
CONC	<i>Overall</i>	.3538504	1.127242	.01	37	N = 1083
	<i>Between</i>		.3871823	.082	4.038	n = 110
	<i>Within</i>		1.058373	-3.37415	33.31585	
ENDETT	<i>Overall</i>	85.00979	95.15277	-259	965	N = 1083
	<i>Between</i>		66.67338	3.47	352.523	n = 110
	<i>Within</i>		67.98296	-427.6552	796.3448	
ROE	<i>Overall</i>	8.223093	58.58726	-1101.8	704.75	N = 1083
	<i>Between</i>		21.88563	-115.128	45.369	n = 110
	<i>Within</i>		54.32575	-978.449	667.6041	
ACTSAL	<i>Overall</i>	2.017221	3.761717	0	25.7	N = 1083
	<i>Between</i>		3.571369	0	23.37	n = 110
	<i>Within</i>		1.153793	-12.24178	10.69722	

Tableau 3 : Statistiques descriptives des variables explicatives *cf*, *mtbv*, *conc*, *endett*, *roe*, *actsal*.

CF mesure les contraintes de financement. *MTBV* mesure les opportunités d'investissement. *CONC* mesure le degré de concentration de l'actionnariat. *ENDETT* mesure le ratio d'endettement. *ROE* mesure la rentabilité des capitaux propres. *ACTSAL* mesure le pourcentage d'actionnariat salarié.

AUGM	<i>Overall</i>		<i>Between</i>		<i>Within</i>
	Fréquence	Pourcentage	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage
0	932	86.06	108	98.18	87.62
1	151	13.94	65	59.09	23.65
Total	1083	100	173	157.27	63.58

(n=110)

Tableau 4 : Statistiques descriptives de la variable explicative *augm*.

AUGM est une variable qui prend la valeur 1 si une augmentation de capital classique est mise en place en même temps qu'une ACRS et 0 sinon.

Afin d'examiner le degré de corrélation entre les variables explicatives, nous avons déterminé la matrice de corrélation (tableau 5). Cette dernière montre que le degré de corrélation entre les variables n'est pas très élevé. Nous n'identifions aucun problème de multicollinéarité. Afin de vérifier cette conclusion, nous avons déterminé le *VIF* (*Variance Inflation Factor*). Il évalue à quel degré la multicollinéarité est un problème pour chacune des variables indépendantes. Le *VIF* calculé sur nos variables ne dépasse pas les 1,05 en moyenne et est bien loin du seuil de 4 souvent admis dans la littérature (O'Brien, 2007).

	CF	MTBV	CONC	ENDETT	ROE	AUGM	ACTSAL
CF	1.0000						
MTBV	0.1724***	1.0000					
	0.0000						
CONC	0.0357	-0.0211	1.0000				
	0.2410	0.4869					
ENDETT	-0.1793***	0.0197	-0.0334	1.0000			
	0.0000	0.5174	0.2727				
ROE	0.2017***	0.0952***	-0.0069	-0.0372	1.0000		
	0.0000	0.0017	0.8212	0.2215			
AUGM	-0.0924***	0.0517*	-0.0170	0.1030***	-0.0550*	1.0000	
	0.0023	0.0893	0.5760	0.0007	0.0706		
ACTSAL	-0.1197***	-0.0759**	-0.0469	0.1391***	0.0004	-0.0019	1.0000
	0.0001	0.0124	0.1226	0.0000	0.9898	0.9493	

***, **, * Coefficients significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Tableau 5 : Matrice de corrélation.

CF mesure les contraintes de financement. *MTBV* est la mesure des opportunités d'investissement. *CONC* mesure la concentration de l'actionnariat. *ENDETT* est le ratio d'endettement. *ROE* est la rentabilité des capitaux propres et mesure la performance. *AUGM* mesure le recours à une entreprise à une augmentation de classique en même temps qu'une ACRS. *ACTSAL* est le pourcentage de capital détenu par les salariés.

3.2. Les résultats

Le tableau 6 reprend les principaux résultats de nos estimations avec un pseudo R^2 de 10,38%. L'objectif de cette étude consistait à expliquer le recours aux ACRS. Nous avons testé l'influence de la prise en compte par les dirigeants des intérêts des actionnaires et de la politique de l'Etat sur la décision des entreprises de recourir à une ACRS.

Nos résultats révèlent que la relation entre la variable mesurant le niveau des contraintes de financement (CF) et la décision des entreprises de recourir à une ACRS est statistiquement non significative. Nous avons supposé que les entreprises financièrement contraintes devraient recourir à une ACRS qui constitue un mode de financement plus attractif qu'une augmentation de capital classique. Nous avons mesuré les contraintes de financement par le rapport entre la capacité d'autofinancement et le total de l'actif. L'absence de relation significative entre cette variable et la décision de recourir à une ACRS pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises étudiées ne semblent pas, sur la base des statistiques descriptives, financièrement contraintes et recourent autant à la dette qu'aux augmentations de capital classiques. Notre résultat ne confirme pas celui de Borstadt et Zwirlein (1995) qui trouvent que certaines entreprises adoptent les opérations d'actionnariat salarié en situation de détresse financière. Ce résultat tendrait à justifier, au vu de la faible part de capital que peuvent parfois détenir les salariés actionnaires, l'utilisation des ACRS en tant qu'outil de gestion des ressources humaines plutôt qu'en tant qu'instrument de financement. En effet, selon le baromètre des tendances de l'actionnariat salarié (2010)⁴, parmi les 88% d'entreprises

⁴ L'étude porte sur un échantillon de 56 grandes entreprises dont 56% appartiennent au CAC40.

ayant déclaré encourager l'actionnariat salarié, 91% le font afin de renforcer le sentiment d'appartenance des salariés à l'entreprise, 63% y voient un vecteur d'accroissement de la motivation et de l'engagement des salariés et 59% veulent faire bénéficier les salariés de l'avantage financier procuré par la participation au capital. Les arguments avancés par les entreprises, à savoir l'accroissement de la motivation et de l'implication des salariés, avec pour conséquence l'amélioration de la qualité de la production, du taux de productivité et de la rentabilité⁵, trouvent une justification dans des travaux qui s'inscrivent dans le cadre des théories des incitations (Jensen et Murphy, 1990), de la motivation, de la satisfaction (Klein, 1987), de l'implication (Thévenet, 1992, Neveu, 2003) et de la fidélisation (Poulain-Rehm, 2003). **H1** n'est pas validée.

Nous ne confirmons pas non plus la relation entre les opportunités d'investissement et la décision de recourir à une ACRS. Elle n'est pas statistiquement significative. Nous avons indiqué que l'importance des opportunités d'investissement devrait permettre d'attirer le capital humain nécessaire pour saisir ces projets créateurs de valeur pour les actionnaires. Le ratio *market-to-book* nous a permis d'opérationnaliser les opportunités d'investissement. Ce résultat est en contradiction avec ceux d'études antérieures comme celles de Core et Guay (2001), Core et Qian (2002) et Ittner et al. (2003). Pour ces auteurs, la participation des salariés au capital serait un moyen d'attirer et de retenir les salariés détenant les compétences clés afin de les inciter à exploiter les opportunités d'investissement. La probabilité de recourir aux opérations d'actionnariat salarié augmenterait avec les opportunités d'investissement (Core et Guay, 2001). Toutes choses égales par ailleurs, cet effet positif mais non significatif mis en évidence par cette recherche peut, entre autres, s'expliquer par le fait que l'importance des opportunités d'investissement aurait plutôt tendance à exacerber les conflits d'intérêt puisque la valeur de l'entreprise correspond à la valeur actualisée de ses projets futurs (Smith, 1991). De par l'investissement en capital humain réalisé par les salariés, ces derniers seraient peu enclins à investir de nouveau en actions de leur entreprise. **H2** n'est pas validée.

La structure de propriété a pour objectif de d'identifier la probabilité pour une entreprise d'être la cible d'une prise de contrôle hostile. Dans ce cas, l'ACRS serait utilisée comme un outil potentiel de défense contre d'éventuelles prises de contrôle hostiles. L'indice de concentration *Herfindahl* utilisé (IHH) nous a permis d'évaluer le degré de concentration de l'actionnariat des entreprises. Les entreprises de notre échantillon ont une structure de propriété relativement concentrée (0,38) et on observe une relation négative statistiquement significative au seuil de 5% entre cette variable et la décision de recourir à une ACRS. Un actionnariat relativement concentré suppose un contrôle plus efficace des dirigeants par les actionnaires. Ces entreprises sont ainsi moins exposées aux prises de contrôle hostiles. Ce qui les incite à moins recourir à une ACRS en tant qu'outil de défense. **H3** est validée.

Le ratio d'endettement net a une relation non significative avec la variable à expliquer. En moyenne les entreprises de l'échantillon ont un taux d'endettement de 85%. Nous avons supposé que les entreprises ayant un niveau d'endettement élevé devraient recourir aux ACRS

⁵ Pour une synthèse, voir Vaughan-Whitehead (1992).

afin de disposer d'une source de capital alternative permettant de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers. Nous ne validons pas **H4**. Ce résultat ne soutient pas celui obtenu par Kruse (1996) qui considère la participation financière des entreprises comme une source alternative de financement pour les entreprises endettées. Ce dernier résultat tendrait à conforter l'utilisation de ces opérations en tant que mécanisme de gestion des ressources humaines : accroissement de la motivation, de l'implication des salariés, etc.

Nous avons également supposé que l'ACRS serait un moyen pour les entreprises de partager la performance de leur entreprise avec les salariés. Par la même occasion, ce serait un moyen d'inciter les salariés à accroître leurs efforts afin de maintenir et relever ce niveau de performance. Les résultats ne permettent pas d'établir une relation statistiquement significative entre la performance et la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Ce résultat confirme les conclusions issues de la revue de la littérature quant au rôle ambigu de l'impact de cette variable sur les opérations d'actionnariat salarié (Trébuçq, 2004). Selon Henry et al. (2007), la performance des entreprises disposant d'opérations d'actionnariat salarié semblent s'expliquer par autre chose que la seule présence de ces opérations. **H5** n'est pas validée.

Enfin, les résultats confirment l'influence de la politique de l'Etat sur la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Les ACRS sont en majorité proposées en même temps qu'une augmentation de capital classique. La relation entre ces deux variables est statistiquement significative au seuil de 1%. **H6** est validée. Nous avons également identifié une relation positive significative au seuil de 5% entre la part de capital détenue par les salariés actionnaires et la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Or, les travaux sur l'enracinement voient dans l'augmentation de la part de capital détenue par les salariés, un moyen pour les dirigeants de chercher à s'enraciner (Rauh, 2006 ; Pagano et Volpin, 2005). Un accroissement de la part de capital détenue par les salariés actionnaires devraient rendre inefficace le système de gouvernance (Faleye et al., 2006). La relation positive obtenue dans cette étude peut s'expliquer par deux arguments. Le premier est lié la volonté des dirigeants et des actionnaires de faire adhérer les salariés au projet commun de l'entreprise. Ce qui confirme les prédictions de la théorie positive quant à l'objectif de minimisation des coûts d'agence (Chang, 1990). Le deuxième argument est quant à lui lié à l'influence des avantages fiscaux et sociaux incitatifs mis en place par le législateur qui inciterait les entreprises à recourir à ce mode de financement plus attractif qu'une augmentation de capital classique. **H7**est validée.

Wald chi2(7) = 58.44
 Prob > chi2 = 0.0000

Log pseudolikelihood = -426.31985
 Pseudo R2 = 0.1038

DACRS	Coefficient	Robust Standard- Error	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CF	-.5202061	.9602901	-0.54	0.588	-2.40234	1.361928
MTBV	.0098411	.0180853	0.54	0.586	-.0256054	.0452877
CONC	-1.572041**	.6396075	-2.46	0.014	-2.825648	-.3184328
ENDETT	.0007173	.0005467	1.31	0.189	-.0003542	.0017888
ROE	-.000779	.0005672	-1.37	0.170	-.0018908	.0003327
AUGM	.5610049***	.2096296	2.68	0.007	.1501384	.9718713
ACTSAL	.0622154**	.0296891	2.10	0.036	.0040259	.1204048
cons	-.8412125	.251799	-3.34	0.001	-1.334729	-.3476956

***, **, * Coefficients significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Tableau 6 : Résultats des estimations.

DACRS est la variable expliquée qui prend la valeur 1 en cas de décision et 0 sinon. *CF* mesure les contraintes de financement. *MTBV* est la mesure des opportunités d'investissement. *CONC* mesure la concentration de l'actionnariat. *ENDETT* est le ratio d'endettement. *ROE* est la rentabilité des capitaux propres et mesure la performance. *AUGM* mesure le recours à une entreprise à une augmentation de classique en même temps qu'une ACRS. *ACTSAL* est le pourcentage de capital détenu par les salariés.

Déterminants	Hypothèses	Résultats
Contraintes de financement (CF)	+	Non validée
Opportunités d'investissement (MTBV)	+	Non validée
Structure de propriété (CONC)	-	Validée
Contrôle des Créanciers (ENDETT)	+	Non validée
Performance (ROE)	+	Non validée
Mise en place d'une augmentation de capital classique (AUGM)	+	Validée
Part de capital détenue par les salariés (ACTSAL)	+/-	Validée

Tableau 7 : Synthèse des résultats.

Conclusion

Cette étude a cherché à vérifier si la décision des entreprises de recourir à une ACRS résulte de la prise en compte par les dirigeants des intérêts des actionnaires et de la politique de l'Etat. Sur la base d'une revue de la littérature portant sur les opérations d'actionnariat

salarié, nous avons identifié des facteurs susceptibles d'expliquer ce choix financier des entreprises d'ouvrir le capital à leur personnel.

Dans l'ensemble, notre étude permet de partiellement valider les prédictions de la théorie positive de l'agence. Nous confirmons une forte influence de la politique de l'Etat concernant les ACRS sur la décision des entreprises de recourir à ces opérations. Les deux variables liées à cette politique sont significatives et influencent positivement la décision. Quant aux intérêts des actionnaires, ils apparaissent partiellement influencer la décision des entreprises de recourir à une ACRS. En effet, l'étude révèle que le niveau de concentration de l'actionnariat a une influence négative sur la décision des entreprises d'ouvrir le capital aux salariés. Les entreprises ne semblent pas utiliser les ACRS en tant que mécanisme de défense contre des prises de contrôle hostiles. Nous n'identifions aucune relation entre les opportunités d'investissement, les contraintes de financement, le niveau d'endettement, la performance et la décision de recourir à une ACRS. Toutefois, ces relations non significatives permettent d'apporter un éclairage complémentaire sur les conditions dans lesquelles sont mises en place les ACRS. Au-delà des erreurs d'ordre méthodologique (choix de l'opérationnalisation des variables, etc.), cette étude mérite d'être prolongée. Il serait ainsi intéressant de vérifier si les ACRS sont-elles mises en place au sein des entreprise en tant qu'instrument de financement ou en tant qu'instrument de gestion des ressources humaines.

Bibliographie

- Agrawal Anup et Knoeber Charles R. (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, p.377-397.
- Alexandre Hervé et Paquerot Mathieu (2000), "Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.3, n°2, p.5-29.
- Aoki Masahiko (1984), *The cooperative game theory of the firm*, New-York, Oxford University Press, 219p.
- d'Arcimoles Charles-Henri et Trébucq Stéphane (2003), "Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises", *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, vol.48, p.2-21.
- Autorité des Marchés Financiers (2009), *Les clés pour comprendre l'épargne salariale*, 55p.
- Beatty Anne (1995), "The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, vol.38, n°2, p.211-240.
- Benartzi Shlomo (2001), "Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock", *The Journal of Finance*, vol. 56, n° 5, p.1747-1764.
- Benartzi Shlomo, Thaler Richard H., Utkus Stephen P. et Sunstein Cass R. (2007), "The law and economics of company stock in 401(k) plans", *The Journal of Law and Economics*, vol.50, n°1, p.45-79.
- Ben-Ner Avner et Jones Dereck C. (1995), "Employee participation, ownership, and productivity: a theoretical framework", *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, vol.34, n°4, p.532-554.
- Bergman Nittai K. et Jenter Dirk (2007), "Employee sentiment and stock option compensation", *Journal of Financial Economics*, vol.84, n°3, p.667-712.
- Blair Margaret M., *Ownership and Control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington (D.C.), The Brookings Institution, 1995, 371p.

- Blasi Joseph, Conte Michael, Kruse Douglas (1996), "Employee stock ownership and corporate performance among public companies", *Industrial and Labor Relations Review*, vol.50, n°1, p.60-79.
- Brown Jeffrey R., Liang Nellie et Weisbenner Scott (2006), "401(k) matching contributions in company stock: costs and benefits for firms and workers", *Journal of Public Economics*, vol.90, n° 6-7, p.1315-1346.
- Cameron Colin A. et Trivedi Pravin K. (2009), *Microeconometrics using Stata*, Stata Press, 692p.
- Caramelli Marco et Briole Alain (2007), "Employee stock ownership and job attitudes: does culture matter?", *Human Resource Management Review*, vol.17, n°3, p.290-304.
- Chang Saeyoung et Mayers David (1992), "Managerial vote ownership and shareholder wealth: Evidence from employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, vol.32, n°1, p.103-131.
- Chaplinsky Susan et Niehaus Greg (1994), "The role of ESOPs in takeover contests", *The Journal of Finance*, vol.49, n°4, 1994, p.1451-1470.
- Core John E. et Guay Wayne R. (2001), "Stock option plans for non-executive employees", *Journal of Financial Economics*, vol.61, n°2, p.253-287.
- Demsetz Harold (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n°2, p.375-390.
- Desbrières Philippe (1997), "Stock-options et signalisation : le cas français", in Charreaux G. (ed.), *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica, p.273-302.
- Desbrières Philippe (2002), "Les actionnaires salariés", *Revue Française de Gestion*, n°141, p.255-281.
- Dondi Jean (1992), *Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises*, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Bordeaux : Université Bordeaux 1, 623p.
- Faleye Olubunmi, Mehrotra Vikas et Morck Randall (2006), "When labor has a voice in corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.41, n°3, p.489-510.
- Fama Eugène F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, vol.88, n°2, p.288-307.
- French Lawrence J. (1987), "Employee perspectives on stock ownership: financial investment or mechanism of control?", *Academy of Management Review*, vol.12, n°3, p.427-435.
- Frye Melissa B. (2004), "Equity-based compensation for employees: firm performance and determinants", *The Journal of Financial Research*, vol.27, n°1, p.31-54.
- Furubotn Eirik G. (1988), "Codetermination and the modern theory of the firm: a property-rights analysis", *The Journal of Business*, vol.61, n°2, p.165-181.
- Gamble John E. (2000), "Management commitment to innovation and ESOP stock concentration", *Journal of Business Venturing*, vol.15, n°5-6, p.433-447.
- Gamble John E., Culpepper Robert et Blubaugh Meg G. (2002), "ESOPs and employee attitudes: The importance of empowerment and financial value", *Personnel Review*, vol.31, n°1, p.9-26.
- Gharbi Héla et Lepers Xavier (2008), "Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : un essai de compréhension", *Innovations*, n°27, p.121-146.
- Ginglinger Edith, Megginson William L. et Waxin Timothee (2009), "Employee ownership, board representation, and corporate financial policies", *WP 21st Australasian Finance and Banking Conference 2008*, p.1-43.
- Girard Carine (2001), "Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.4, n°3, p.123-146.

- Gordon Lilli A. et Pound John (1990), "ESOPs and corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol.27, n°2, p.525-555.
- Hannes Sharon (2007), "Reverse monitoring: on the hidden role of employee stock-based compensation", *Michigan Law Review*, vol.105, p.1421-1451.
- Hillegeist Stephen A. et Peñalva Fernando (2004), "Stock option incentives and firm performance", WP IESE Business School Université de Navarre, n°535, p.1-35.
- Hollandts Xavier et Guedri Zied (2008), "Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise", *Revue Française de Gestion*, vol.34, n°183, p.35-50.
- Huberman Gur et Sengmueller Paul (2004), "Performance and employer stock in 401 (k) plans", *Review of Finance*, vol.8, n°3, p.403-443.
- Ittner Christopher D., Lambert Richard A. et Larcker David F. (2003), "The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms", *Journal of Accounting and Economics*, vol.34, n°1-3, p.89-127.
- Jensen Michael C. et Meckling William H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.305-360.
- Kaarsemaker Eric (2006), *Employee Ownership and Human Resource Management: a Theoretical and Empirical Treatise with a Digression on the Dutch Context*, Thèse, Nijmegen: Radboud University Nijmegen.
- Klein Katherine J. (1987), "Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models", *Journal of Applied Psychology Monograph*, vol.72, n°2, p.319-332.
- Kohler Ulrich et Kreuter Frauke (2009), *Data Analysis using Stata*, Texas, Stata Press, 388p.
- Kroumova Maya K. et Sesil James C (2006), "Intellectual capital, monitoring and risk: what predicts the adoption of employee stock options", *Industrial Relations*, vol.45, n°4, p.734-752.
- Kruse Douglas L. (1996), "Why do firms adopt profit sharing and employee ownership plans?", *British Journal of Industrial Relations*, vol.34, n°4, p.515-538.
- Markowitz Harry M., Blasi Joseph R. et Kruse Douglas L. (2010), "Employee stock ownership and diversification", *Annals of Operations Research*, vol.176, n°1, p.95-107.
- Mothié Jean-Claude (2008), "Favoriser la diffusion de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié", *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2008*, p. 1-6.
- (Le) Nagard Guillaume (2009), "L'actionnariat salarié à l'abri de la crise", *Entreprise et Carrières*, n°939, p.24-27.
- O'Brien Robert M. (2007), "A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors", *Quality and Quantity*, vol.41, n°5, p.673-690.
- Oyer Paul et Schaefer Scott (2005), "Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative of alternative theories", *Journal of Financial Economics*, vol.76, n°1, p.99-133.
- Pagano Marco et Volpin Paolo F. (2005), "Managers, workers and corporate control", *The Journal of Finance*, vol.60, n°2, p.841-868.
- Pendleton Andrew (2010), "Employee share ownership and investment concentration: which employee shareholders fail to diversify?", *Human Resource Management Journal*, vol.20, n°2, p. 157-174.
- Pendleton Andrew (2006), "Incentives, monitoring, and employee stock ownership plans: new evidence and interpretations", *Industrial Relations*, vol.45, n°4, p. 753-777.
- Pendleton Andrew et Poutsma (2004), *Financial participation : The role of governments and social patterns*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 75p.

- Pendleton Andrew, Wilson Nicholas et Wright Mike (1998), "The perception and effects of share ownership: empirical evidence from employee buy-outs", *British Journal of Industrial Relations*, vol.36, n°1, p.99-123.
- Petersen Mitchell A; (2009), "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *The Review of Financial Studies*, vol.22, n°1, 2009, p.435-480.
- Poulain-Rehm Thierry (2004), "L'influence des stock-options sur l'implication organisationnelle des cadres : résultats d'une étude qualitative en France", *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°54, p.2-25.
- Poulain-Rehm Thierry (2007), "L'actionnariat des salaires en France, un facteur de création de valeur", *Banque et Marchés*, n°88, p.25-35.
- Pugh William N., Jahera (Jr) John S. et Oswald Sharon L. (2005), "ESOP adoption and corporate performance: does motive really matter?", *Journal of Business and Economic Studies*, vol. 11, n°1, p.76-92.
- Pugh William N., Oswald Sharon L. et Jahera (Jr) John S (2000), "The effect of ESOP Adoptions on corporate performance: Are there really performance changes?", *Managerial and Decision Economics*, vol.21, n°5, p.167-180.
- Rauh Joshua D. (2006), "Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?", *Journal of Financial Economics*, vol.81, n°2, p.379-410.
- (de) Romanet Augustin (2008), "Favoriser la diffusion de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié", *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2008*, p. 337-343.
- Rousseau Denise M. et Shperling, Zipi (2003), "Pieces of the action: ownership and the changing employment relationship", *Academy of Management Review*, vol.28, n°4, p.553-570.
- Sesil James C., Kruse Douglas L. et Blasi Joseph R (2001), "Sharing ownership via employee stock ownership", *UNU WIDER Discussion Paper*, n°25, p.1-21.
- Sesil James C., Kroumova Maya K., Blasi Joseph R. et Kruse Douglas L. (2002), "Broad-based employee stock-options in US 'New Economy' firms", *British Journal of Industrial Relations*, vol.40, n°2, p.273-294.
- Shleifer Andrei et Vishny Robert W. (1986), "Large shareholders and corporate control", *The Journal of Political Economy*, vol.94, n°3, p.461-488.
- Smith Stephen C. (1991), "On the economic rationale for codetermination law", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.16, n°3, p.261-281.
- Smith Clifford W., Jr. et Watts Ross L. (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, vol.32, n°3, p.263-292.
- Stulz René M. (1988), "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol.20, n°1-2, p.25-54.
- Trébuçq Stéphane (2004), "The effects of ESOPs on performance and risk: evidence from France", *Corporate Ownership and Control*, vol.1, n°4, p.81-93.
- Trébuçq Stéphane (2002), "L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°4, p.107-135.
- Vaughan-Whitehead Daniel (1992), *Intéressement participation actionnariat: impacts économiques dans l'entreprise*, Paris, Economica, 334p.
- Williamson Olivier Eaton (1985), *The economic institutions of capitalism : firms, markets, relational contracting*, New-York, Free Press, 450p.